

Working Paper

N°1 – décembre 2021

Panorama de l'investissement dans l'immobilier résidentiel en France

Nordine Kireche

SciencesPo

CHAIRE VILLES, LOGEMENT, IMMOBILIER

La Chaire « Villes, Logement, Immobilier » de l'École Urbaine de Sciences Po a été inaugurée en octobre 2020, avec pour objectif l'analyse des grandes transformations en cours dans le secteur immobilier, en lien avec les problématiques urbaines.

Elle est soutenue par quatre partenaires : CDC Habitat, la FPI (Fédération des Promoteurs Immobiliers), Gécina, Eiffage Aménagement.

Panorama de l'investissement dans l'immobilier résidentiel en France

Nordine Kireche

Directeur de la chaire « Villes, Logement, Immobilier »
École Urbaine de Sciences Po - Centre d'Études Européennes et de Politique Comparée

nordine.kireche@sciencespo.fr

Ce travail est une contribution au projet ORA « What is governed in Cities : Residential Investment Landscapes and the Governance and Regulation of Housing production » (Sciences Po, UCL, University of Amsterdam), qui met en comparaison l'investissement résidentiel dans trois métropoles européennes : Paris, Londres et Amsterdam.

Il propose de mettre en perspective la question de l'investissement résidentiel en région Ile de France, en la replaçant dans un questionnement plus vaste, celui des caractéristiques et de l'évolution du « modèle français » en la matière.

Résumé

L'immobilier résidentiel en Ile-de-France, et plus encore à Paris, a des spécificités uniques en France, qu'il s'agisse des prix à l'achat ou à la location, de la typologie de l'offre et de la demande, de la tension locative.

Cependant, c'est bien le cadre national qui flèche massivement les flux et détermine largement l'état du parc locatif, la typologie de l'offre, les possibilités en matière de financement, et impacte donc les stratégies de tous les investisseurs, y compris au cœur de la capitale française.

L'idée développée ici est que si des contributions récentes s'accordent pour décrire une dynamique de financiarisation du logement locatif en contexte français, celle-ci reste pour le moment marginale, et que le panorama de l'investissement post-2008 est resté très largement dominé par les O.L.S et surtout les particuliers, du fait d'un enchevêtrement de politiques publiques (logement, banque, fiscalité, politiques sociales) qui stabilise aussi bien la demande que les capacités de financement des bailleurs, y compris en temps de crise (crise de 2008 mais aussi crise sanitaire).

Toutefois, des faisceaux d'indices laissent entrevoir une évolution de ce modèle. La mise en œuvre de la politique du logement intermédiaire est en partie basée sur la construction d'un marché pour les investisseurs institutionnels. Cette avancée législative est concomitante d'un certain nombre de décisions récentes, moins favorables aux capacités d'investissement des O.L.S ou des particuliers, laissant ainsi entrevoir une évolution du modèle vers une contribution plus importante des marchés financiers au logement locatif.

Table des matières

Résumé.....	p. 3
Introduction.....	p.5
I - La structuration du champ de l'investissement par les politiques publiques nationales.....	p.8
Les destinataires des aides au logement : la centralité des particuliers, en tant qu'occupants ou bailleurs.....	p.8
Conduire les bailleurs des parcs sociaux et privés à améliorer la situation du logement	p.12
II- Le secteur résidentiel français : un panorama post-2008 qui reste largement dominé par les OLS et les particuliers.....	p.17
Le parc locatif français : état des lieux.....	p.17
Une croissance portée par les particuliers et les bailleurs sociaux.....	p.20
III - Relativiser l'idée d'une financiarisation du logement français	p.24
La contribution toujours plus centrale des institutions bancaires.....	p.24
Une dynamique de diversification des sources de financement de l'immobilier.....	p.30
La « définanciarisation relative » du logement français	p.36
IV - Des marges de manœuvres laissées à des « particuliers professionnalisés »	p.39
Les dispositifs discrets qui permettent de contourner les circuits de la défiscalisation.....	p.39
La pleine maîtrise de la stratégie d'investissement	p.43
La banque et l'assurance : un cadre sécurisant l'acte d'investissement.....	p.47
Conclusion	p.49
Bibliographie.....	p.51
Liste des tableaux.....	p.53
Liste des graphiques.....	p.53

Introduction

Les modes d'investissement dans l'immobilier sont très divers, à la fois du point de vue de la typologie des investisseurs (particuliers, et diverses formes de personnes morales) que des biens visés.

Ces actifs peuvent appartenir à la vaste catégorie de l'immobilier tertiaire (bureaux, commerces, restauration, hôtellerie, santé...) ou à celle du « résidentiel » (destiné à un usage d'habitation, du parc privé, social, intermédiaire ainsi que des « résidences services »¹). D'ailleurs, un certain nombre de « véhicules d'investissement » permettent tout aussi bien à des particuliers d'investir dans l'immobilier tertiaire qu'à de grands investisseurs (y compris internationaux) d'investir dans le logement intermédiaire français². Quant aux SIIC, ou *sociétés foncières cotées*, elles constituent une offre globale, à la croisée de l'immobilier et de la bourse, en direction des particuliers comme des personnes morales, leur permettant un accès à l'ensemble des classes d'actifs immobilières.

Du point de vue du marché du bureau ou de surfaces commerciales, la France et Paris en particulier tiennent une place de choix sur les radars des grands investisseurs, nationaux ou internationaux (Pain et Lizieri, 2015). Des études placent d'ailleurs régulièrement l'Hexagone parmi les destinations privilégiées de ces derniers. Intérêt mesurable en termes de volumes d'investissements annuels et de « demande placée », notamment en région parisienne, dans le Q.C.A ou à La Défense³.

Ces actifs changent de mains au rythme d'un marché très fortement internationalisé et financiarisé depuis les années 90. Comme l'a souligné Ingrid Nappi-Choulet, l'immobilier de bureau français est devenu un actif financier à la faveur d'une crise immobilière qui a déstabilisé les investisseurs français et conduit à l'arrivée sur le marché d'acteurs nord-américains aux méthodes issues du monde de la finance (2011, 2013).

En ce qui concerne le secteur résidentiel français, il présente des caractéristiques très différentes des autres classes d'actifs immobilières, car toujours massivement dominé par les particuliers et les bailleurs sociaux. La part des investisseurs institutionnels, déjà relative dans les années 80 (12% du parc des résidences principales), est depuis quelques années devenue résiduelle, d'après les statistiques publiques disponibles. Si bien qu'il y a une dizaine d'année le secteur était caractérisé comme « laissé pour compte » en matière de financiarisation, par rapport aux autres classes d'actifs immobilières (Nappi-Choulet, 2012).

¹ Les « résidences services », désignent les produits immobiliers types résidences étudiantes et seniors, les maisons de retraites, les résidences hôtelières, ou encore les résidences de tourisme et d'affaire. Le développement de ces « produits immobiliers » est corrélé à la mise en place de dispositifs fiscaux avantageux, notamment pour les particuliers.

² Le lancement du fond « Ampère gestion » de CDC Habitat en est une illustration récente

³ Une étude publiée en avril 2020 par Knight Frank indiquait que le 1er trimestre 2020 (avant la crise sanitaire donc) a été le plus dynamique en matière de volumes investis dans l'immobilier d'entreprise depuis 2006-2007. L'étude indique aussi que sur les 4,3 milliards d'euros engagés, 1.95 milliards concernent Paris *intra-muros*.

Pour lire l'étude : <https://content.knightfrank.com/research/1948/documents/fr/covid-19-quelles-consequences-sur-le-marche-didf-mars-2020-7075.pdf>

Certes, plusieurs indicateurs (études auprès de panels d'investisseurs, baromètre Immostat résidentiel, base RCA) traduisent depuis quelques années un regain d'appétit pour les actifs résidentiels, dans un contexte de taux bas depuis 2015 et de compression des rendements du bureau « prime ». Actifs reconsidérés avant même la crise sanitaire, car moins volatiles que ceux du *retail* ou du bureau, et moins exposés aux conséquences de la digitalisation et des mutations des modes de travail et de consommation⁴. La crise du Covid-19 n'a fait que renforcer ces analyses, et mis en lumière les « vertus » du résidentiel ou de l'immobilier logistique.

Reste que les investisseurs institutionnels jouent un rôle toujours réduit en France, en termes de volumes d'investissement ou de patrimoine détenu.

Un tournant dans le modèle français ?

L'objectif de ce travail est de caractériser autant que possible la situation actuelle de l'investissement dans l'immobilier résidentiel en France, sur la base de diverses statistiques sur le logement (le parc locatif, les volumes d'investissement...) et le financement bancaire, ainsi que des contributions académiques.

L'idée développée ici est que le logement français reste à la marge des processus de financiarisation décrits dans d'autres contextes, et qu'en dépit des signes d'un « retour » des investisseurs institutionnels ces derniers y jouent toujours un rôle marginal dans le financement ou la possession de logements locatifs.

Ce travail fait donc écho aux travaux de plus en plus nombreux, dans les études urbaines ou sur le logement, qui mettent en évidence, dans différents contextes l'intérêt croissant d'acteurs financiers pour le logement, en particulier celui des grandes métropoles.

La crise de 2008 a été présentée comme un tournant dans un certain nombre de pays, comme les États-Unis (Fields, 2018), l'Espagne (Vives-Miro, 2018) ou l'Irlande (Valdrón, 2018) : le « trou d'air » dans le financement des investisseurs, notamment les particuliers, a ouvert une brèche pour l'intervention de fonds opportunistes, qui ont pu acheter au plus fort de la crise et réaliser des plus-values quelques années plus tard.

Cette « financiarisation » du logement renvoie à la titrisation des prêts hypothécaires des particuliers⁵ ou à des stratégies d'acquisitions directes dans un but locatif, et prend des formes variées car inscrite dans des systèmes nationaux (politiques publiques, acteurs, financements...) eux-mêmes différents (Fernandez et Aalbers, 2016 ; Aalbers, 2017 ; Wijburg et al., 2018). Des travaux empiriques ont contribué à la compréhension du phénomène dans des contextes aussi divers que les États-Unis (Fields, 2018), le Japon (Aveline, 2022), ainsi que l'Europe (Wijburg et Aalbers, 2017 ; Brill et Durant, 2021...).

⁴ Voir par exemple : « Panorama EY. Grandes tendances du secteur immobilier : le point de vue des investisseurs. Tendances 2019 ». Voir aussi le Baromètre MSCI/Crédit Foncier de 2019 : https://creditfoncierimmobilier.fr/storage/2019/06/Barometre_MSCI-Juin_2019.pdf

⁵ Cette pratique renvoie à un mécanisme à travers lequel une banque détermine le volume de prêt accordé à des particuliers qu'elle va revendre à des investisseurs via des fonds dédiés. Cette technique lui permet d'alléger son bilan, et de dégager des liquidités pour d'autres investissements.

En France, la crise de 2007-2008 n'a pas entraîné de sous-capitalisation des bailleurs traditionnels que sont les OLS et les particuliers, qui aurait ouvert une brèche pour des modes de financement non bancaire du logement locatif. Et s'il est possible de caractériser une dynamique de « financiarisation » par des opérations récentes sur le marché, elle est relativisée par la dynamique globale de l'investissement résidentiel, dans laquelle les particuliers et bailleurs sociaux jouent un rôle toujours central, grâce aux politiques en faveur du logement et aux taux bas dont ils bénéficient également.

Une première partie sera l'occasion de souligner le poids des politiques publiques dans la structuration du champ français de l'investissement. Une imbrication complexe de dispositifs flèche les investissements, notamment via les subventions et incitations fiscales. Cet ensemble a fait des particuliers la pierre angulaire du développement résidentiel français, via l'accession à la propriété, l'investissement dans le parc privé « classique » ou des produits avec services (étudiant, seniors...).

Il s'agira ensuite de décrire l'état du parc résidentiel français - qui reflète les effets statistiques de ces choix de politiques publiques de long terme - en distinguant les catégories de propriétaires/bailleurs (INSEE), et en mobilisant les données disponibles pour caractériser leurs poids respectifs dans l'offre locative et la dépense logement (Compte du Logement).

La troisième partie sera consacrée aux modes de financement de l'investissement résidentiel français. Cette approche complète les statistiques sur le logement, en révélant des dynamiques à l'œuvre, notamment la diversification récente des types d'acteurs et de sources de capitaux. L'occasion toutefois de fortement relativiser l'idée d'une financiarisation du secteur locatif français, car d'autres dynamiques, plus puissantes, sont à l'œuvre dans le même temps.

Il sera enfin question des marges de manœuvre laissées aux « petites mains » de l'immobilier français, ces investisseurs plus ou moins professionnalisés qui agissent selon de multiples stratégies dans le secteur résidentiel français (4^{ème} partie). C'est probablement ici que se situe le champ d'investigation le plus riche, tant le rôle des particuliers multi-investisseurs, notamment au cœur des métropoles, est à la fois central et peu investigué. Les multiples réformes ou tentatives de réformes, depuis 2017, avec le questionnement de dispositifs comme le LMNP/LMP, ou l'instauration de l'IFI posent cependant la question de la pérennité de ce cadre propice à l'investissement.

Ce papier mobilise un ensemble de données sur le logement (INSEE, Compte du Logement ...) ou l'activité de production de crédits (Banque de France/ACPR, Observatoire CSA/Crédit Logement).

Enfin plusieurs entretiens ont été réalisés auprès de personnes exerçant des activités de premier plan au sein de banques, bailleurs sociaux, promoteurs, brokers... De nombreux entretiens, plus ou moins formels ont aussi été menés auprès d'investisseurs particuliers, et avec quelques marchands de biens.

I. La structuration du champ de l'investissement par les politiques publiques nationales

Les spécificités du « modèle français » en matière d'investissement tiennent dans la combinaison d'un ensemble de politiques publiques : le logement en premier lieu, mais aussi les politiques bancaires, fiscales, et sociales.

Ces aides publiques au logement sont déterminantes pour l'analyse des formes de l'investissement des ménages (au titre de la résidence principale comme de l'investissement locatif), des bailleurs, publics comme privés. Elles flèchent massivement les flux, façonnent les stratégies en termes de typologie et géographie de la production, de niveaux de loyers, de localisation de l'offre.

Tout investisseur est plus ou moins directement concerné par ces dispositifs, les aides étant distribuées aux locataires comme aux bailleurs (sociaux ou non), aux personnes physiques comme aux personnes morales⁶.

La combinaison des aides aux locataires et aux bailleurs offre un cadre sécurisant pour l'investissement, car il protège des cycles économiques, et d'une rupture brutale de la demande ou des possibilités de financement par un choc de type crise financière de 2008.

a. Les destinataires des aides au logement : la centralité des particuliers, en tant qu'occupants ou bailleurs

Le terme « politique du logement » englobe un ensemble de dispositifs, qui se sont accumulés au fil des décennies, fruit d'une activité législative abondante (Driant, 2015). La diversité et la complexité des dispositifs transparaissent particulièrement via les aides au logement. Ces dispositifs ont des répercussions considérables sur la structuration du paysage de l'investissement français, donc au bout de la chaîne sur les spécificités du parc résidentiel du pays.

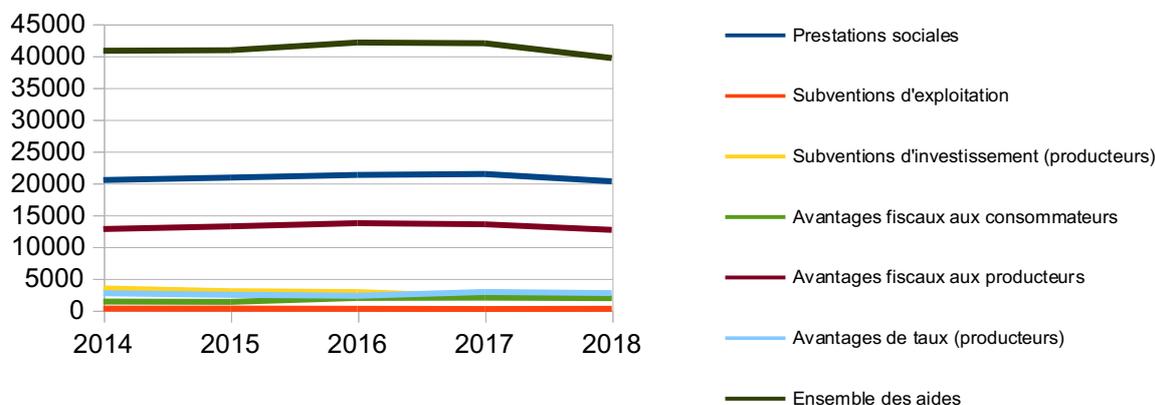
Ces aides au logement, toutes catégories confondues, atteignent un peu moins de 40 milliards d'euros pour l'année 2018, dont un peu plus de la moitié prise en charge par l'État.

⁶ [Pour une définition des aides à la pierre : https://politiquedulogement.com/dictionnaire-du-logement/a/aide-a-la-pierre/](https://politiquedulogement.com/dictionnaire-du-logement/a/aide-a-la-pierre/)

L'évolution des montants des aides sur cette série entamée en 2014 indique un reflux à partir de l'année 2017, après une hausse de deux années consécutives.

Graphique n°1: Evolution des aides au logement depuis 2014

Source: Compte du logement, 2014 à 2018, en millions d'euros



Dans le détail, on observe que c'est plutôt le recul des aides aux bailleurs sociaux qui explique cette tendance. Ainsi les subventions d'exploitation, déjà modestes, ont reculé de 16,15% sur la période. Surtout, les subventions aux producteurs (soit aux bailleurs sociaux) reculent de 39,6%.

Cela a eu des conséquences sur les besoins en fond propre des bailleurs, leurs capacités à financer de la construction ou des opérations de rénovation (aides directes, prêts réglementés, avantages de taux et fiscaux) ou sur la solvabilité des locataires (notamment via les APL).

Ces chiffres confirment bien des observations précédentes, sur le recul du rôle de l'État dans le financement du logement social, par suite d'une série de réformes depuis le début des années 2000. Les contraintes financières qui pèsent sur les OLS (organismes de logement social) sont de plus en plus fortes (Driant, 2011 ; Halbert et Gimat, 2018) et le dispositif de RLS a accentué encore les besoins en fonds propres et en diversification des sources de financement des bailleurs sociaux (Coloos, 2020 ; Le Goff et Le Plaideur, 2021), pour poursuivre l'effort de construction, et répondre à un certain nombre de défis, sociodémographiques (paupérisation et vieillissement des occupants) ou environnementaux (rénovation énergétique du parc existant).

A l'inverse, la catégorie d'aide qui a le plus progressé est celle des avantages de taux aux consommateurs, soit aux ménages (+40%, à 1,86 milliards d'euros). Alors même que ces mêmes avantages de taux, aux « producteurs » ont légèrement baissé sur la même période.

Lorsqu'ils sont accédant à la propriété, les ménages modestes peuvent bénéficier d'un certain nombre d'aides : APL, prêts réglementés, dispositifs PSLA, TVA réduite. Lorsqu'ils investissent pour devenir bailleurs (en nom propre ou sous la forme d'une personne morale), ils composent avec un vaste système d'incitations fiscales qui influence directement leurs stratégies (opter pour du neuf ou de l'ancien, de la résidence avec service etc..), impactent leurs rendements, leurs capacités à entretenir leurs biens, les loyers fixés etc...

La manière dont sont réparties les dépenses, notamment entre prestations sociales et aides à l'investissement illustrent bien comment les particuliers ont été placés au cœur du système, par les aides à l'accession à la propriété, et autres dispositifs visant à leur investissement dans l'immobilier résidentiel (tableau ci-dessous).

Tableau n° 1 - Répartition des aides aux logements à destination de résidence principale (2018)

Année 2018 (en millions d'euros)	Propriétaires occupants	Logements locatifs			
		Personnes physiques	H.L.M	Autres bailleurs sociaux	Autres personnes morales
Prestations sociales liées au logement	791	7 881	7 175	681	325
Subventions d'exploitation	0	0	0	0	0
Subventions d'investissement	138	236	1 158	256	173
Avantages fiscaux	4 978	3 851	4 386	243	76
<i>Aux consommateurs</i>	854	175	124	22	6
<i>Aux producteurs</i>	4 124	3 676	4 263	220	70
Avantages de taux	1 583	12	895	87	47
ENSEMBLE DES AIDES	7 490	11 979	13 614	1 266	621

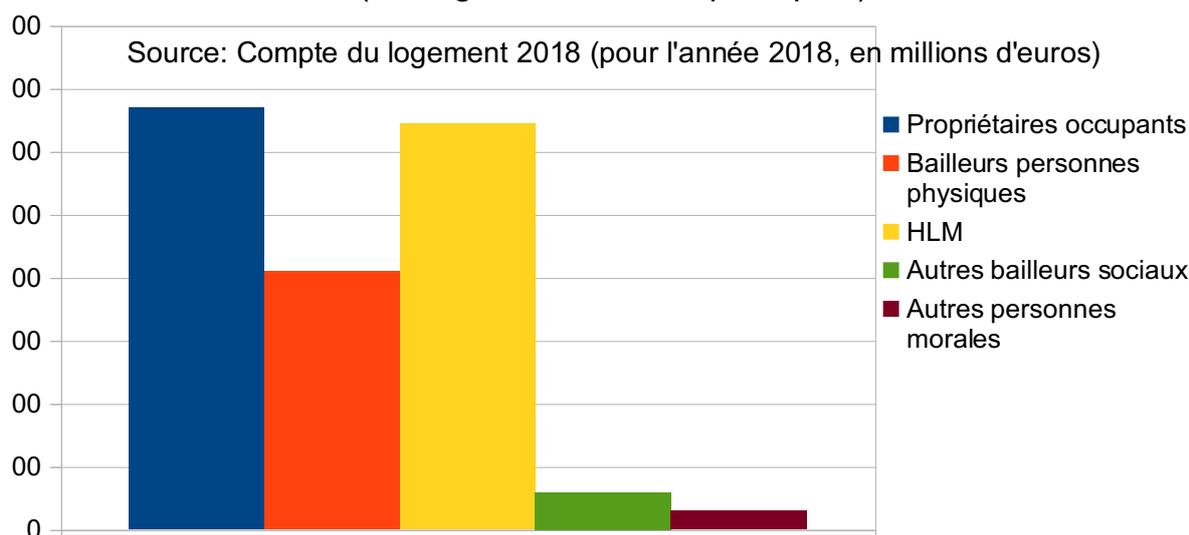
Ainsi les prestations sociales concernent principalement le versement des « A.P.L », au bénéfice des personnes qui louent auprès de bailleurs physiques ou de personnes morales. « L'A.P.L « Accession » figure aussi parmi les prestations sociales, à destination des ménages modestes ayant acquis leur résidence principale.

Notons que les bailleurs privés « personnes physiques », soit les particuliers, ont capté en 2017 davantage de ces prestations sociales que les bailleurs H.L.M (près de 8 milliards d'euros, contre 7,1 pour les seconds).

Concernant plus particulièrement les aides à l'investissement, elles prennent la forme de subventions directes (de moins en moins), d'avantages fiscaux et avantages de taux.

La répartition de ces aides reflète ainsi les choix des gouvernements successifs, depuis les années 80, pour porter l'effort d'investissement (graphique ci-dessous).

Graphique n°2: Destinataires des aides à l'investissement
(à usage de résidence principale)



Si l'on fait le cumul de ces aides à l'investissement décrites dans le Compte du Logement (subventions d'investissement, avantages fiscaux et avantages de taux), on observe alors que les personnes physiques au titre de la résidence principale ou de bailleurs ont capté 10.8 milliards d'euros d'aides diverses à l'investissement sur l'année 2018, contre 7.3 milliards pour les personnes morales (toutes catégories confondues).

Le coût des politiques d'accession à la propriété se vérifie par la prédominance des particuliers dans la distribution des crédits à taux préférentiels par exemple (P.T.Z, prêt à l'accession sociale...).

Les particuliers bénéficient aussi de plus de 4 milliards d'euros d'aides au titre de bailleur. Certains, doivent d'ailleurs aussi bénéficier d'une part des 300 millions d'euros distribuées à cette catégorie de bailleurs lorsqu'ils agissent sous le statut de personne morale, via une SCI ou une SARL (sans pouvoir le mesurer précisément).

b. Conduire les bailleurs des parcs sociaux et privés à améliorer la situation du logement

Les politiques du logement en France visent un certain nombre d'objectifs sociaux (améliorer les conditions de logement, notamment des ménages modestes), économiques (soutenir la construction comme outil de pilotage macro-économique), et urbains, comme la mixité sociale ou encore la réduction de la consommation d'énergie (Driant, 2015). Elles se distinguent par une approche « socio-territoriale », mêlant enjeux du logement et enjeux territoriaux (Levy et Fijelkow, 2010 ; Madec, 2018).

Ludovic Halbert a quant à lui mis en avant les effets sociaux et spatiaux des « Infrastructures financières », qui drainent l'épargne des ménages ou des capitaux issus des marchés financiers vers les circuits du logement locatif (Halbert, 2018). L'exonération fiscale ou la subvention flèchent les investissements, en imposant des contreparties correspondant à des objectifs de politiques publiques, aux conséquences sur la géographie, les formes bâties, les publics cibles.

Ces objectifs et méthodes transparaissent via un certain nombre de dispositifs : prêts publics, avantages de taux, outils de défiscalisation, à destination des bailleurs personnes morales ou physiques, des bailleurs sociaux.

Concernant les bailleurs sociaux, plusieurs catégories de prêts, distribuées par la C.D.C ou des banques agréées (dans le cas du PLS, du PLI, ou PSLA) imposent un ensemble de règles, en matière de plafonds de loyers, de revenus des ménages éligibles, et peuvent aussi ajouter des contraintes de zonage géographique.

Tableau n°2 - Les catégories de prêts de « l'inventaire SRU »

Catégorie de prêt ⁷	PLA-I (Prêt Locatif Aidé d'Intégration)	PLUS (Prêt Locatif à Usage Social)	PLS ⁸ (Prêt locatif social)
Plafond des loyers	Entre 4,56 euros et 5,97 euros/m ² (En fonction des régions)	Entre 5,14 euros et 6,70 euros/m ²	Entre 7,71 euros et 13,07 euros/m ² (PLUS majorés de 30%)

Source : Ministère de la Cohésion des territoires et des relations avec les collectivités territoriales

S'agissant du prêt « P.L.I » (Prêt Locatif Intermédiaire), les plafonds de loyers sont sensiblement plus élevés que ceux indiqués pour les trois autres catégories de financements précédents, et adaptés au contexte de la zone en matière de logement. Cette catégorie de prêt est ainsi basée sur le zonage « ABC » que l'on retrouve aussi dans le cadre des dispositifs de défiscalisation de type « Pinel ».

⁷ Le prêt « PLS » finance une offre plus chère en matière de loyers, et plus diffuse, car destiné à tout bailleur, personne morale (HLM, SEM, Collectivités, SCI...) ou physique (particulier, promoteur...).

⁸ Au-delà de la CDC, des banques sont agréées pour distribuer des prêts PLS : Caisse d'Épargne, Crédit Coopératif, Crédit Agricole SA, Crédit Mutuel, Banque Postale

Tableau n°3 - Le plafond de loyers des prêts PLI, en fonction du zonage

Zone A Bis	Zone A	Zone B1	Zone B2	Zone C
16,82 euros/m2	12,49 euros /m2	10,06 euros/m2	8,74 euros/m2	8,74 euros/m2
Source : Ministère de la Cohésion des Territoires				

Le prêt PSLA (Prêt Social Location-Accession) est distribué par deux établissements bancaires (Crédit Agricole SA et Crédit Mutuel), et mêle aussi conditions de revenus des ménages et zonage « ABC ».

Tableau n° 4 - Plafond de ressources PLSA (2020)

Nombre de personnes destinées à occuper le logement	ZONE A (Paris et communes limitrophes)	ZONE B (IDF, hors Paris et communes limitrophes)	Autres régions
1	34.641	34.341	30.115
2	51.771	51.771	40.216
3	67.866	62.232	48.364
4	81.027	74.544	58.387
5	96.405	88.245	68.685
6	108.480	99.303	77.408
Par personne supplémentaire	+12.088	+11.065	+ 8 633
Source : ANIL			

Ainsi, les différents prêts réglementés, distribués par la C.D.C ou quelques banques agréées, participent au modelage de l'offre locative des bailleurs sociaux (et intermédiaires), en la ventilant en fonction de la composition et des revenus des ménages, de plafond maximum de loyers, et en ajoutant parfois des contraintes en termes de localisation de la production (zonage du PLI ou PSLA).

Concernant les aides en direction des particuliers cette fois, les multiples dispositifs mis à leur disposition font aussi le plus souvent écho à des objectifs semblables : plafonner les loyers du parc privé (au niveau de celui du logement intermédiaire, voire celui du social⁹), agir sur la localisation de la production, participer à la rénovation (énergie, confort...) des logements, ou encore favoriser la mixité sociale.

⁹ C'est notamment le cas des aides aux bailleurs de l'ANAH, ou du dispositif « Cosse » aussi appelé « Louer abordable »

Un dispositif comme la T.V.A à 5,5% dans les quartiers conventionnés ANRU ou désignés quartiers prioritaires des politiques de la ville (QPV) combine deux approches : aide aux primo-accédant et objectifs de mixité sociale (soutenir la production neuve privée dans un rayon de 300 mètres des zones désignées).

Le plus connu (et étudié) de ces dispositifs en direction des particuliers est le « PINEL », lui-même héritier d'autres outils non moins illustres (Quilès, Périssol, De Robien, Scellier, Duflot...). Cette focalisation se justifie par les volumes de production neuve concernés par ces dispositifs¹⁰. Ils sont un moyen d'inscrire l'analyse des politiques du logement dans une réflexion plus large sur les évolutions de l'action publique en France. Julie Pollard a ainsi souligné comment les différents outils de défiscalisation pouvaient certes être considérés comme des dispositifs de soutien aux acteurs de marché, mais aussi comme l'affirmation d'une intervention forte de la puissance publique dans le logement (Pollard, 2010). D'autres travaux ont souligné les déséquilibres induits par ces dispositifs (dont ceux dédiés aux résidences gérées) en termes de mise en adéquation de l'offre et la demande, en stimulant la production dans des zones moins où le foncier est moins cher (Vergriete, 2012 ; Trouillard, 2014). En revanche leur étude comme une manifestation d'une « financiarisation » du logement en contexte français est plus contestable¹¹.

Ces diverses aides ont des visées territoriales claires, et ont pour objectif, du point de vue du législateur, de corriger les déséquilibres causés par les logiques de marché, et *in fine* dans l'offre de logement du parc privé. Elles sont basées sur différents zonages :

¹⁰ D'après les chiffres fournis par la FPI, 64% des ventes brutes au détail réalisées en 2009 ont été le fait d'investisseurs dans le cadre du dispositif Scellier (source : Les chiffres du logement neuf, 4^{ème} trimestre 2018 et Bilan Annuel).

¹¹ Notons que les deux derniers auteurs cités considèrent les produits de défiscalisation comme des actifs financiers. E. Trouillard présente d'ailleurs ses travaux comme une contribution à « l'étude de l'impact du processus de financiarisation sur la production de logements... ».

Certes, comme le souligne P. Vergriete, des acteurs immobiliers ont contribué à ce que des investisseurs en viennent à considérer ces produits comme des actifs financiers. Cette « confusion » a certainement contribué au succès commercial de ces produits immobiliers et fiscaux « clés en main ». Or si de l'intermédiation est proposée, et contrairement à ce qui est décrit par E. Trouillard, ils ne se rapprochent pas, de notre point de vue d'un « idéal d'actif financier dématérialisé (2014, p.98). Si l'objectif est d'aboutir à diminuer son niveau global d'imposition, et la résidence est parfois gérée, donc une forme d'intermédiation est proposée, il n'en reste pas moins que les acquéreurs sont propriétaires d'un bien physique, acheté en nom propre, et non pas d'une fraction d'une résidence, à hauteur de parts acquises. Au terme du contrat de gestion, il reste propriétaire du bien, et pour s'en défaire doit procéder à une vente, elle aussi classique. Par conséquent, ce type de bien ne peut être assimilé à un actif financier, car non liquide, et non financé par des fonds levés sur les marchés financiers. C'est d'ailleurs cette confusion qui a amené autant de propriétaires à se retrouver en difficulté au terme des contrats de gestion. Ayant souvent acheté des biens situés à des centaines de kilomètres de leurs domiciles, les acquéreurs font alors face à la difficulté de revendre un bien hors du parc « classique », les acquéreurs étant souvent rebutés par les coûts de gestion et les contraintes de jouissance du bien inhérents à ce type de produit.

Tableau n°5 - Les outils de défiscalisation mêlant approche territoriale et plafonnement des loyers du parc privé

Nom du dispositif	PINEL	PINEL Ancien	PINEL Outre-mer	« De Normandie »
Objectifs	Construction de logements neufs à loyers plafonnés	Rénovation du parc ancien	Construction de logements neufs à loyers plafonnés Rénovation du parc ancien	Rénovation des logements (villes de l'opération Cœur de ville)
Type de biens	Logements neufs	Logements anciens délabrés Locaux commerciaux transformés en logement	Logements neufs Logements anciens à rénover	Logements anciens à rénover
Avantages fiscaux	Réductions d'impôts en fonction de la durée d'engagement : de 12 à 21% Plafond global de 10 000 euros	Idem Pinel Neuf	Réductions d'impôts en fonction de la durée d'engagement : 23, 29, 31% pour une période de 6,9 ou 12 ans Plafond global de 18 000 euros	Idem PINEL TVA à 10% sur les travaux
Frais déductibles	/	Mécanisme du déficit foncier	/	Travaux
Zonage	Zone en tension foncière (A, A Bis, B1)	A, Abis, B1	DOM-TOM	Villes du plan « Cœur de ville »
Contrepartie	Non meublé Plafonds de loyers (en fonction Zonage ABC) Plafond de revenus des locataires Location entre 6 et 12 ans	Mêmes conditions que le Pinel Neuf	Plafond de revenus des locataires Location entre 6 et 12 ans	Montant des travaux au moins égal à 25% du prix d'acquisition Plafonnement des loyers et revenus : à venir

Parmi ces dispositifs (tableau ci-dessus), deux sont des déclinaisons du dispositif « PINEL », et un récent, le « De Normandie », s'en inspire. Ils visent tous à mobiliser les capacités de financement des ménages pour participer à l'effort de mise sur le marché de biens locatifs. En contrepartie de l'avantage fiscal, les ménages ont un an pour mettre en location le bien, selon des plafonds de loyers et ressources des locataires définis, ainsi qu'un zonage précis.

Le « PINEL Outre-Mer » reprend les principes du PINEL classique (stimuler l'investissement dans le neuf) en y ajoutant des avantages fiscaux plus élevés.

Le « PINEL Ancien », comme son nom l'indique, vise à agir sur le parc ancien, par le mécanisme du « déficit foncier », soit un ensemble de charges à déduire, qui peuvent aboutir à la création d'un déficit foncier, imputable sur le revenu global. La complexité du système fait que des intermédiaires proposent des prestations « clés en main » en mettant en conformité le logement avec le niveau de travaux requis pour prétendre à l'avantage fiscal.

Le dispositif « De Normandie » s'inscrit dans les pas du « PINEL Ancien » en termes de principes de fonctionnement, avec un ciblage particulier : sont éligibles les biens du parc ancien des villes concernées par le plan gouvernemental « Action Cœur de ville ».

Compte tenu de l'état du marché immobilier des zones concernées, il s'agit ici de favoriser les flux d'investissements dans des zones « détendues », qui ne sont pas des relais de croissance naturels pour les acteurs immobiliers (investisseurs et promoteurs).

Ces divers dispositifs ont donc pour objectif de flécher les investissements vers des zones désignées comme prioritaires, pour développer l'offre quand elle est jugée trop faible, pour des raisons d'attractivité (« De Normandie », Outre-mer...), ou à l'inverse une demande pas assez pourvue (PINEL en zone A Bis). Mais dans ce dernier cas, l'adéquation entre les plafonds de loyers (ceux du logement intermédiaire) et de prix maximum du m² (5500 euros à Paris) semble annuler tout intérêt économique au dispositif : le « déficit » en matière de loyers est alors très supérieur au bénéfice de la défiscalisation.

Des niches fiscales assez proches dans leurs principes visent à stimuler la production de logements à destination de publics cibles, les « résidences avec services » (étudiantes, seniors, Ehpad). Les dispositifs Censi-bouvard, LMNP (location meublée non professionnelle) et LMP (location meublée professionnelle). Au même titre que les dispositifs de type PINEL, les résidences avec services font aussi fait l'objet de critiques, sur la qualité de l'investissement comme du produit immobilier qui en découle¹².

D'autres niches visent plus spécifiquement le parc ancien, dans un but de rénovation et/ou de préservation du patrimoine.

Le cas du mécanisme du « déficit foncier », permet ainsi à l'investisseur-bailleur de répercuter le coût des travaux de rénovation d'un investissement locatif sur ses revenus fonciers¹³. Le dispositif « Malraux », quant à lui, vise la rénovation d'immeubles à valeur patrimoniale, dans les centres anciens historiques donc, avec une déduction des travaux. Ces deux dispositifs présentent un intérêt particulier pour opérer dans le parc des grandes villes, là où le parc est non seulement ancien, mais aussi combiné à une valeur économique, architecturale, patrimoniale forte.

Enfin certains dispositifs permettent d'agir sur le parc ancien, cette fois dans le but d'en plafonner les loyers au niveau du logement social, en faveur d'avantages fiscaux pour le propriétaire. C'est le cas des dispositifs de conventionnement de l'ANAH, ou encore « louer abordable ».

En définitive, un ensemble de dispositifs, adossés à des incitations fiscales et des fléchages, permettent d'amener les investisseurs à épouser des objectifs de politiques publiques, qu'il s'agisse de favoriser des publics cibles (les étudiants, les seniors, les classes moyennes), la rénovation urbaine, de mettre à contribution une part du parc privé dans la politique du logement social et intermédiaire.

¹² Des résidences avec services ont aussi réservé des surprises aux personnes qui ont acheté des logements avec la promesse de revenus locatifs, sur 9 ans, garantis par des organismes gestionnaires. Au terme de cette période, ces résidences, dont le cycle de vie est plus court que du logement classique, nécessitent le plus souvent des travaux d'entretien voire de rénovation. Le propriétaire du bien, qui arrive au terme de ses possibilités de défiscalisation, se retrouve avec des charges à régler, pour un bien par ailleurs beaucoup plus difficilement revendable, du fait même de ses charges nombreuses, et de l'impossibilité de jouir de son bien à titre personnel.

¹³ L'investisseur peut ainsi retrancher jusqu'à 10 700 euros de son net imposable annuel, avec un report possible sur 10 ans des déficits liés aux travaux de rénovation.

II. Le secteur résidentiel français : un panorama post-2008 qui reste largement dominé par les O.L.S et les particuliers

Les statistiques publiques sur le parc de logements français, et plus particulièrement sur le parc locatif résidentiel reflètent les dynamiques d'investissement passées, et l'évolution des rapports de force entre catégories de bailleurs.

Lorsque l'on observe la croissance du parc locatif, et les flux d'investissement qui y contribuent, on se rend compte que la contribution des acteurs issus de la finance reste marginale, en dépit de deux facteurs économiques et financiers qui auraient pu au contraire favoriser un retour massif : une crise financière majeure, celle de 2008, et un contexte favorable à la diversification des portefeuilles immobiliers depuis 2015, dans un contexte d'O.A.T faibles, voire négatifs¹⁴.

a. Le parc locatif français : état des lieux

L'investissement dans l'immobilier résidentiel renvoie donc à deux logiques : la première est l'acquisition de sa résidence principale dans le but de l'occuper. La seconde est de faire construire et/ou acquérir des logements dans un but locatif. Dans les deux cas, les logements possédés se retrouvent donc dans les statistiques publiques, comme « résidences principales ».

En 2018, le parc résidentiel français comptait 36 330 000 logements (tableau n°6). Sur les 30 millions environ de résidences principales, plus de la moitié étaient occupés par leurs propriétaires (57,7%).

Ainsi, près de 40% de l'ensemble des résidences principales françaises sont occupées par des locataires, et sont donc aux mains de propriétaires-bailleurs.

Tableau n° 6 - Le parc résidentiel français, selon le statut d'occupation en 2018 (France métropolitaine)

<i>En milliers</i>	Nombre total	%
Nombre total de logements	36 330	100
Résidences principales	29 744	81,9
Occupées par des propriétaires	17 162	57,7
Occupées par des locataires	11 867	39,9
<i>Occupés par locataires auprès de bailleurs publics¹⁵</i>	5 056	17
<i>Occupés par locataires auprès de bailleurs privés¹⁶</i>	6 811	22,9
Résidences secondaires	3 524	9,7

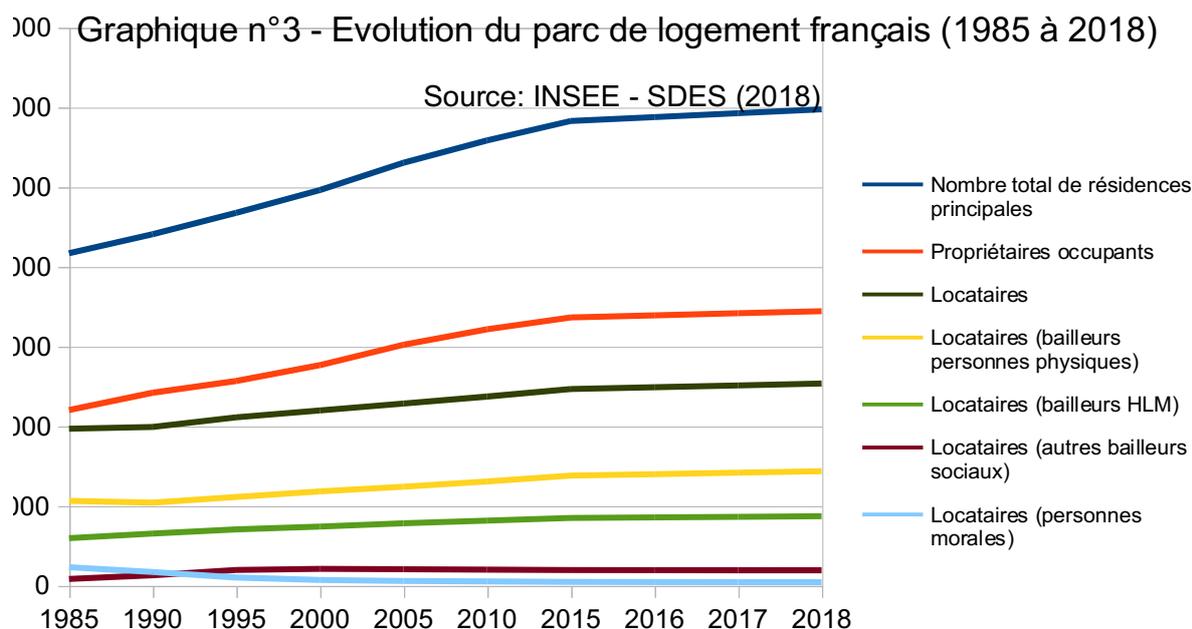
¹⁴ Obligations Assimilables du Trésor : titres financiers qui représentent une fraction des dettes des États à long terme

¹⁵ Les bailleurs publics, selon l'INSEE, sont « les organismes d'habitation à loyer modéré (HLM), société d'économie mixte (SEM), État, collectivités locales et établissements publics »

¹⁶ Les bailleurs privés, selon l'INSEE, sont les « ménages propriétaires bailleurs, autres bailleurs personnes morales (associations, mutuelles, banques, sociétés d'assurance, sociétés immobilières, etc..) ». »

Logements vacants	3 051	8,4
Occupées par des personnes logées à titre gratuit	713	2,4
Source : INSEE, « Le parc de logement en France au 1er janvier 2018 », traitement par l'auteur		

Cela représente environ 11 867 856 logements en France métropolitaine, dont une majorité est aux mains de bailleurs privés, toutes catégories confondues (57%, contre 43% aux bailleurs sociaux). En d'autres termes, une majorité des locataires français est logée par un bailleur privé.



Depuis 1985, la tendance est clairement à l'extension du parc résidentiel (+43,35%), et plus encore entre 1990 et 2015. Elle correspond classiquement au rapport entre destruction et production neuve (même si cette production a fluctué durant la période, avec un creux au cours des années 90).

C'est la catégorie des « propriétaires occupants » qui participe le plus à la croissance du parc résidentiel sur la période (+56,4%), en comparaison avec le parc des bailleurs publics et privés (+28,8%).

Ces données indiquent donc la progression -certes plus lente- de l'offre locative en France sur trente ans, tout en distinguant plus précisément la contribution de différentes catégories de bailleurs : personnes physiques, organismes H.L.M, autres catégories de bailleurs sociaux, et enfin personnes morales (principalement les investisseurs institutionnels).

Concernant d'abord les bailleurs sociaux, elles indiquent une double progression, celle de la contribution des organismes H.L.M (+46,28%) mais plus encore des bailleurs types S.E.M (+131,87%), qui s'observe via la catégorie « autres bailleurs sociaux ».

En revanche, lorsque l'on regarde les bailleurs privés, on observe une divergence des courbes, traduisant tout à la fois une montée en puissance de la contribution des particuliers (+35,05%), ainsi qu'un recul des « personnes morales », soit en majorité des investisseurs institutionnels (-81,9%).

Ainsi, en un peu plus de 30 ans, dans un contexte d'extension du parc locatif résidentiel français, la part des particuliers s'est encore accrue, et constitue toujours la catégorie principale de bailleurs en France (56,56%). La contribution des bailleurs sociaux s'accroît également. Reste que la contribution totale des bailleurs sociaux, HLM ou non, reste inférieure à celle des particuliers. Au cours des trois dernières décennies, seule la contribution des bailleurs privés personnes morales s'est donc réduite, et ce de manière très significative, pour atteindre des niveaux aujourd'hui peu significatifs en termes statistiques.

Tableau n°7 - Évolution du poids des différentes catégories de bailleurs français au parc locatif

	1985	2018
Bailleurs personnes physiques	53.95	56.56
Bailleurs HLM	30.17	34.26
« Autres bailleurs sociaux »	4.17	7,54
Bailleurs « personnes morales »	11.69	1.64
Source : INSEE – SDES 2018		

b. Une croissance portée par les particuliers et les bailleurs sociaux

Une des évolutions majeures des dernières décennies concerne donc le retrait des investisseurs institutionnels du secteur résidentiel, qui s'explique par un certain nombre de facteurs, liés à la financiarisation du bureau¹⁷ ou encore à la question des conditions du métier de bailleur en contexte français.

En 1985, ces derniers possédaient 3,95% de l'ensemble des logements français (résidences secondaires comprises), tandis qu'en 2018 cette part était réduite à 0,56%. En ce qui concerne le parc locatif cette fois, toutes catégories de bailleurs confondues, la proportion est passée de 11,69% à 0,69% sur la même période. Enfin lorsque l'on regarde uniquement les bailleurs privés (personnes physiques et morales) cette part est passée de 17,82% en 1985 à 2,82% en 2018 (tableau ci-dessous).

Tableau n°8 - Contribution des bailleurs privés « personnes morales » au logement français

	1985	1990	1995	2000	2005	2010	2015	2018
<i>Nombre total de logements des bailleurs privés (personnes morales)</i>	1 150 000	849 000	502 000	345000	287000	257 000	225 000	208 000
% de l'ensemble des logements	3.95	3.17	1.77	1.16	0.9	0.77	0.6	0.56
% de l'ensemble des résidences principales	5.52	3.85	2.15	1.39	1.08	0.92	0.77	0.69
% de l'ensemble du parc locatif	11.69	8.5	4.76	3.14	2.5	2.17	1.82	1.64
% de l'ensemble des logements des bailleurs privés (personnes physiques et morales)	17.81	14.05	8.29	4.6	4.42	3.78	3.26	2.82
Source : INSEE SDES (traitement de l'auteur)	6456	6042	6053	6247	6485	6784	7119	7373

¹⁷ Pour ce qui concerne la France, Ingrid Nappi-Choulet observait au début des années 2010 qu'au lieu de s'étendre au secteur résidentiel français, la financiarisation du marché du bureau français a au contraire incité les grands investisseurs à délaisser le résidentiel, au profit d'actifs de bureaux, à la fois plus performants et aisés à gérer (2012).

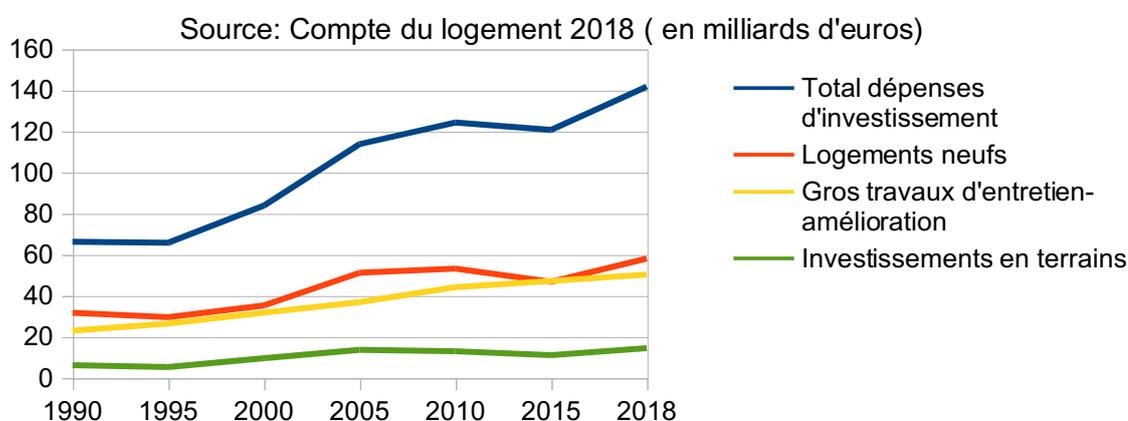
Autrement dit, le poids des investisseurs institutionnels est presque anecdotique dans la possession de logements locatifs actuelle, et ils n'ont d'ailleurs représenté au mieux qu'à peine 12% de l'offre locative française avant que ne s'opère ce mouvement de retrait. Alors que leur retour est discuté dans la presse ou à l'occasion de rencontres entre professionnels depuis de nombreuses années, que cet intérêt est matérialisé par des transactions souvent médiatisées, les statistiques indiquent la réduction de cette part, y compris dans les années les plus récentes, entre 2015 et 2018.

La croissance du parc résidentiel français évoquée trouve un écho dans la progression, sur la même période, des dépenses d'investissement dans le logement, telles que fournies par le « Compte du Logement ».

Les données détaillées sur l'évolution de ces dépenses d'investissement (graphique ci-dessous) semblent bien refléter les fluctuations du marché résidentiel français, notamment les reflux du milieu des années 90 et du début de la décennie 2010, ainsi que les périodes de hausse : au début des années 2000, et depuis 2015, dans un contexte de taux bas.

Elles correspondent aussi mécaniquement aux périodes de hausse de la production neuve, par exemple au cours de la décennie 2000 (avant le coup d'arrêt de la crise de 2008), puis depuis, sur fond de baisse historique des taux d'emprunts bancaires et de l'allongement de la durée des prêts. Les dépenses liées à l'acquisition de terrain sont corrélées à cette production neuve et suit de ce fait la même dynamique haussière ou baissière sur la période. Les dépenses de travaux d'entretiens, décorrelées de la production neuve, sont celles qui progressent de manière la plus stable depuis 1990.

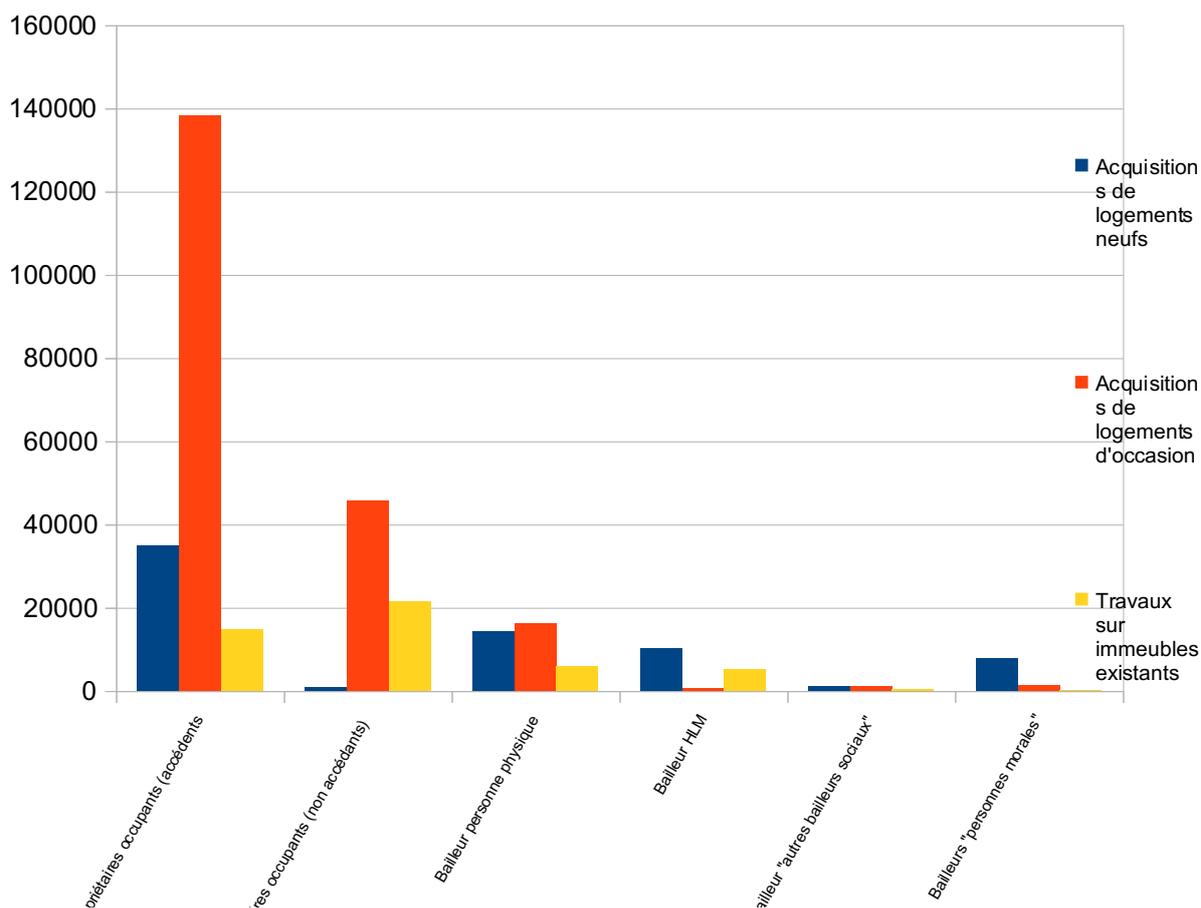
Graphique n°4: Evolution des dépenses d'investissement dans le logement en France



Le graphique ci-dessous précise cette fois la répartition (toujours d'après le Compte du Logement) des investissements en matière de logements à usage de résidence principale, pour l'année 2018 (en fonction du type d'investisseur), qu'il s'agisse de dépenses dans un produit résidentiel neuf ou ancien (y compris les travaux de rénovation pour ce qui concerne le parc ancien).

Graphique n°5: Les acquisitions de logement et les travaux par filière (2018)

Source: Compte du Logement, 2018 (en millions d'euros)



Il apparaît nettement, pour cette année 2018, que les premiers contributeurs en matière d'investissement dans l'immobilier résidentiel sont les particuliers dans le cadre de l'acquisition de leur résidence principale¹⁸. C'est même massivement le cas pour ce qui concerne les acquisitions dans le parc ancien, qui constituent ainsi le cœur des

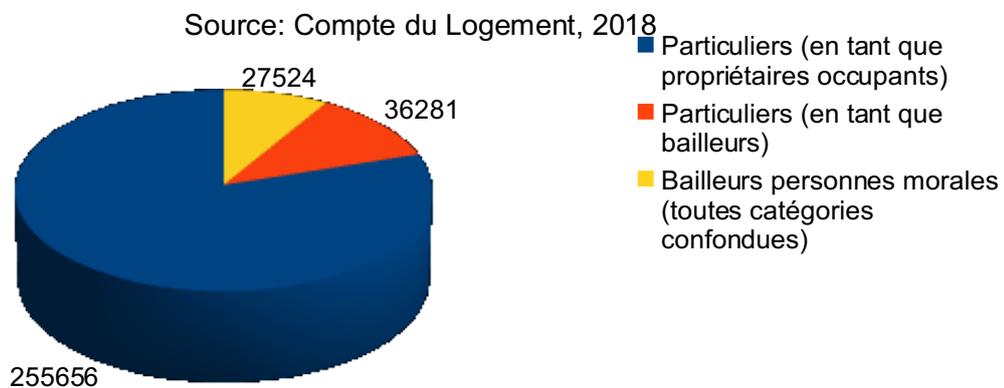
¹⁸ Cette année revêt d'ailleurs un caractère exceptionnel eut égard au nombre record de transactions enregistrées.

investissements résidentiels français, plus encore lorsque l'on tient compte des dépenses de travaux liés à ces acquisitions.

Les propriétaires occupants sont aussi les premiers investisseurs dans le logement neuf, devant l'ensemble des bailleurs (publics et privés, personnes physiques et morales). Ces derniers lorsqu'ils investissent dans le logement, le font majoritairement dans le neuf. Cette donnée correspond à la fois à l'investissement des particuliers dans les produits « défiscalisés », et à l'achat en bloc des bailleurs personnes morales cette fois, les bailleurs sociaux ou institutionnels.

Cette domination des particuliers dans le monde de l'investissement résidentiel est encore plus nette lorsque l'on tient compte des sommes investies par ces derniers, cette fois dans le cadre d'un investissement locatif (illustration ci-dessous).

Graphique n°6: Contributions à l'investissement dans le logement (acquisitions et travaux, en millions d'euros)



En tant que propriétaires occupants, les ménages français comptaient pour 80% des acquisitions de logement en 2018 (d'après Le Compte du Logement). Si l'on ajoute les sommes engagées dans le cadre d'un investissement locatif, cette proportion atteint alors 88,64%¹⁹.

¹⁹ Notons que ces données ne tiennent pas compte des investissements dans les résidences secondaires, qui accroîtraient encore le poids des particuliers dans l'investissement immobilier résidentiel en France.

III. Relativiser l'idée d'une financiarisation du logement français

Les données publiques sur le logement (INSEE et Compte du Logement) donnent une première vision des dynamiques à l'œuvre au sein du secteur résidentiel français.

Une approche par le financement permet de rappeler que le mode majoritaire d'investissement reste le fait de particuliers et bailleurs sociaux, et que le financement bancaire, ses règles, ses pratiques explique les capacités des bailleurs à opérer très largement, en dépit des cycles de marché, sans recours à des fonds « non bancaires » (investisseurs institutionnels et alternatifs).

Cela étant, on observe depuis quelques années une montée en puissance de flux issus des marchés financiers, via des opérations dans le parc privé, intermédiaire et même social. Le passage par des prises de participation, des fonds dédiés, l'implication d'*asset managers* font que les modes d'acquisition, de propriété et la gestion des biens se diversifient, et deviennent plus « liquides ».

a. La contribution toujours plus centrale des institutions bancaires

En France, l'écrasante majorité des investissements résidentiels se fait par le recours à l'emprunt bancaire, aussi bien de la part des ménages que des différentes catégories de « personnes morales » qui interviennent dans le champ de l'investissement résidentiel (SCI, SARL, foncières non cotées...).

Un certain nombre d'acteurs du résidentiel interviennent et opèrent à court terme, et ne conservent pas les biens dans un but d'occupation ou mise en location : les promoteurs immobiliers et autres marchands de biens, dans le cadre d'opération d'achat/construction-ventes. Leurs investissements se font donc selon des modes de propriété et de financement bancaires spécifiques à leur profession, à court terme (3-5 ans).

Tableau n°9 - Le financement bancaire de l'investissement résidentiel en France

	Nature du prêt
Non professionnels	
Particuliers	Prêt « classiques » (conditions du marché), d'une durée maximale de 25 ans (d'après les recommandations du HCSF depuis 2019) Prêts réglementés (PTZ, PAS...)
SCI (à l'IR)	Idem prêt aux particuliers, avec caution bancaire des détenteurs des parts
Bailleurs sociaux	
CDC – Banque des territoires	PLAI, PLUS, PLS, PLI
Banques agréées	PLS, PLI, PSLA
B.E.I (Banque Européenne d'Investissement)	Financement du logement social et intermédiaire (ouvert à tout projet), via la Banque des Territoires

Professionnels	
SCI à l'IS et SARL ²⁰	Prêts de maturité plus courte que pour le financement des particuliers (15 à 20 ans), avec des taux généralement plus élevés
Promoteurs immobiliers (dont lotisseurs et sociétés d'aménagement urbain)	Crédit promoteur + mécanisme de la V.E.F.A
Société de promotion <i>Ad Hoc</i> : SCI SCCV SARL SNC	Ligne de crédit liée à la réalisation d'une opération
Marchands de biens	« Ligne de crédit » pour financer une opération d'achat-revente

Pour ce qui concerne le financement des professionnels, sur une production en 2020 de 49,1 milliards d'euros, le financement du résidentiel en constituait la part la plus importante (44,3%), loin devant les autres classes d'actifs immobilières (17,9% pour le bureau et 8,9% pour les locaux commerciaux)²¹. Autrement dit les banques ont prêté en 2020 près de 22 milliards d'euros aux acteurs de l'immobilier résidentiel, pour agir selon différentes durations et stratégies.

En ce qui concerne les prêts aux bailleurs sociaux, ils sont délivrés en grande majorité par la C.D.C, et quelques établissements bancaires agréés²².

La C.D.C représente environ 80% des financements des bailleurs sociaux²³, le complément étant assuré par différentes sources (subventions publiques directes, fonds propres des bailleurs, émissions de participation...). Certaines banques sont aussi, historiquement des sources de financement complémentaires (notamment les Caisses d'Épargne).

En 2019, la C.D.C a délivré 9,1 milliards d'euros de prêts pour le financement du logement social (PLUS, PLUS et PLS) et intermédiaire (+15% en un an)²⁴. Cette somme correspond aux lignes de prêt pour la construction et l'acquisitions de logements, et ne tient pas compte des prêts alloués à la rénovation urbaine.

²⁰ De nombreux particuliers investissent via des SCI à l'IS (impôt sur les sociétés), pour des questions de facilité d'endettement ou d'optimisation fiscale. L'évolution des pratiques bancaires fait que les établissements considèrent désormais le plus souvent ces investisseurs comme des professionnels, suivis à ce titre par des équipes dédiées, aux pratiques différentes (taux, durée, pénalités de remboursement anticipé...).

²¹ Source : ACPR, Suivi mensuel de la production de crédit à l'habitat n°124, 2021.

²² La B.E.I constitue désormais également une source de financement pour les bailleurs sociaux. En septembre 2020 a été lancé « L'alliance européenne pour un logement social durable et inclusif ». 650 millions d'euros sont prévus pour les bailleurs français dans ce cadre.

²³ Notons que les modes d'actions de la CDC ont évolué au cours des dernières années : depuis 2018, c'est la Banque des Territoires, nouvellement créée, qui reprend l'activité de la direction des fonds d'épargne, en vue du financement du logement conventionné. Par ailleurs, le groupe a mis à disposition des O.L.S divers dispositifs visant à améliorer leurs marges de manœuvres financières. Depuis 2016 elle propose des « prêts de haut de bilan bonifiés (PHBB), des prêts de très long terme, avec différé, considérés comme des quasi-fonds propres, pour renforcer les capacités de financement des bailleurs. En 2018, elle a lancé le dispositif « allongement de dette », qui consiste en un rallongement de lignes de prêts éligibles, de 5 à 10 ans.

²⁴ Source : CDC – Rapport annuel Fonds d'Épargne 2019

Concernant le financement des particuliers, rappelons d'abord que ces derniers ne peuvent se financer en dehors des circuits bancaires, selon le principe du monopole bancaire.

D'après les données de l'ACPR, les banques ont prêté plus de 208 milliards d'euros au ménage au titre du financement de l'investissement résidentiel en 2019. Les investissements locatifs constituaient 13,85% de cette somme (soit près de 29 milliards d'euros)²⁵.

Ces chiffres (financement des professionnels, des bailleurs sociaux et des particuliers) permettent de mesurer le poids toujours très réduit des institutionnels dans l'investissement résidentiel.

Le baromètre « Immostat » indiquait en effet, respectivement pour les années 2019 et 2020, les sommes de 3,4 et 5,5 milliards d'euros. Il s'agit d'une progression importante (+66,67% sur un an), mais les sommes consacrées restent très modestes comparés à la production des établissements bancaires et les dynamiques en cours. Si l'on regarde le seul financement des particuliers il n'a certes progressé « que » de 9,9% dans le même laps de temps, mais en valeur absolue cela représente une progression de 19,3 milliards d'euros. Si l'on regarde uniquement le financement de l'investissement locatif des particuliers, il progresse de 7 milliards d'euros par rapport aux chiffres de 2019.

De quoi relativiser la part des financements résidentiels des institutionnels, qui ne représentent donc qu'une part infime du financement de l'immobilier résidentiel français.

Le financement des particuliers constitue donc le gros de l'activité de financement bancaire de l'immobilier résidentiel, qu'il s'agisse de l'acquisition de la résidence principale, d'un rachat de crédit, ou d'un investissement locatif.

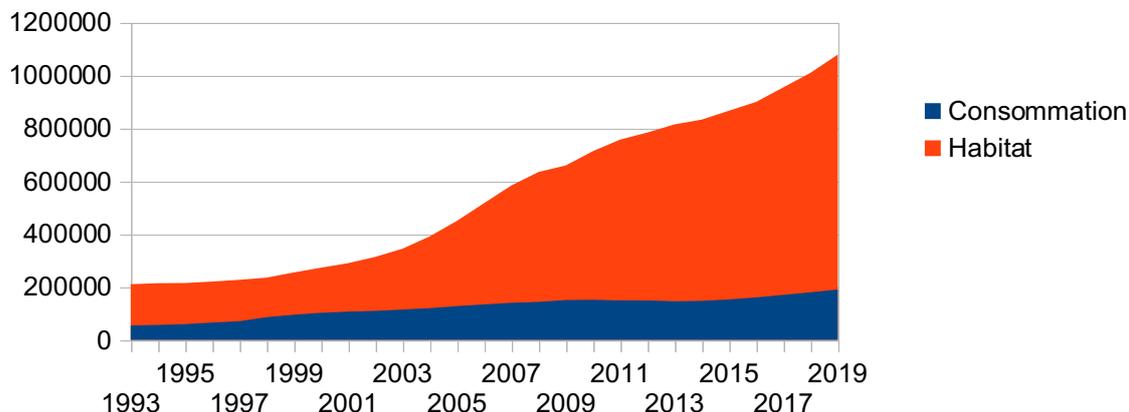
Entre 2015 et 2017, la progression de la production de crédits a été portée par l'activité de rachat de prêt, avec les opportunités offertes par les taux bas. Cette activité a ralenti depuis 2018, si bien que la dynamique a été portée par de la production « nette » de crédit.

Pour aller dans le même sens, l'évolution des encours bancaires indique que depuis 1993, la production de crédits aux ménages français a progressé, qu'il s'agisse de prêts à la consommation ou pour l'acquisition d'un bien immobilier (graphique ci-dessous). La progression la plus manifeste concerne cependant les encours de prêts immobiliers, qui connaissent une très forte progression depuis le début des années 2000, dans un contexte de hausse des prix de l'immobilier neuf ou ancien. Seule la crise de 2008-2009 a marqué une pause dans cette dynamique haussière. Notons les progressions nettes entre 2003 et 2008, puis à partir de 2016.

²⁵ Source : ACPR, Enquête annuelle sur le crédit à l'habitat, 2019 et 2020. Déjà entre 2018 et 2019 la production de crédit à l'habitat des particuliers avait progressé de 13,58% (208 milliards d'euros distribués, soit 24,9 milliards supplémentaires par rapport à 2018).

Graphique n°7 Crédits accordés aux particuliers (consommation et habitat, encours, depuis 1993)

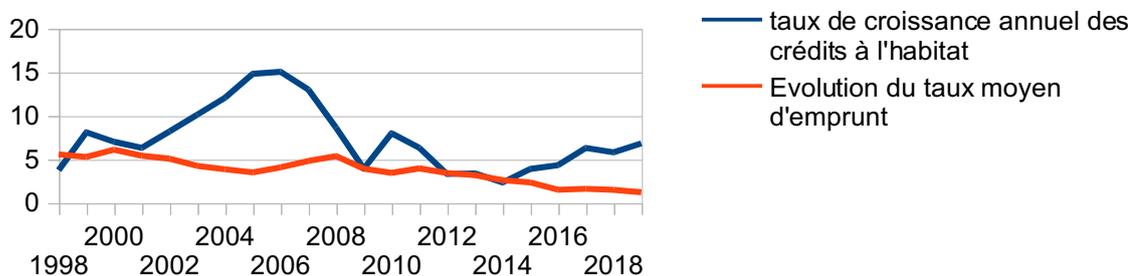
Source: Webstat, Banque de France



Une des variables explicatives de cette progression (alors que l'inflation des prix immobiliers est largement décorrélée de celui des revenus des Français) est la baisse des taux d'emprunts, presque continue depuis 2008, année pendant laquelle le taux moyen dépassait les 5%. Il était de 1,2%, toutes durées confondues, pour l'année 2018 (graphique ci-dessous). La mise en parallèle de l'évolution des taux d'emprunts et taux de croissance annuel des crédits à l'habitat indique bien une dynamique favorable à l'emprunt bancaire à partir de 2014, et plus encore 2016.

Graphique n°8: Taux de croissance des crédits à l'habitat des ménages et évolution des taux d'emprunts bancaires depuis 1993

Source: Webstat, Banque de France



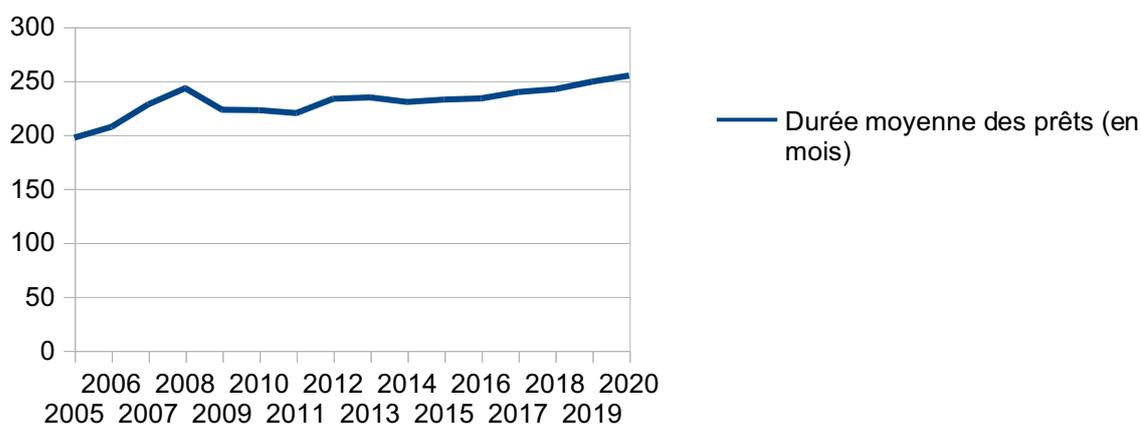
Les politiques de la B.C.E en matière de taux et la concurrence commerciale entre établissements ont eu des effets baissiers sur les taux d'emprunts en France, qui connaissent ainsi des niveaux historiquement bas. A partir de 2016, les banques ont également assoupli leurs conditions d'octroi de crédits, avec notamment moins d'exigences en matière de fonds

propres. C'est dans ce contexte que les records s'accumulent depuis lors : nombre de transactions dans l'ancien, taux d'intérêt²⁶, durée d'emprunt, niveau d'endettement immobilier des ménages français²⁷.

La tendance à l'allongement des prêts est quant à elle observable sur le long terme (graphique ci-dessous), et avec une certaine constance entre 2017 et 2020.

Graphique n°9: Durée moyenne des crédits immobiliers (hors rachats et renégociations aux particuliers)

Source: Banque de France (T1 de chaque année)



La part des financements bancaires « classiques » (aux conditions du marché) est majoritaire en France. En moyenne, entre 2001 et 2017, ils représentent 85,6% des montants empruntés (d'après les données Crédit Logement).

Les prêts « aidés » (PTZ, PC-PAS, Épargne Logement, Prêts sociaux) représentent donc un peu moins de 15% de ces montants. La baisse des taux des dernières années a notamment rendu moins évident le recours à ces prêts aidés, d'autant qu'ils sont souvent associés à diverses contraintes²⁸.

²⁶ En ce qui concerne l'évolution du type de taux, il est important de noter qu'ils sont en 2020 à 99,4% fixe. Les prêts à taux variables constituent donc désormais qu'une part presque insignifiante de la production de crédit. Cependant, ce type de prêt avait connu une progression dans la première moitié de la décennie 2000, pour atteindre près de 30% de la production en 2004-2005 (Source : ACPR, suivi mensuel de la production de crédit à l'habitat n°124, 2021)

²⁷ Notons cependant que la tendance depuis le début de l'année 2020 a été au resserrement des conditions de crédit, notamment sur recommandation du HCSF. Ces recommandations auront un caractère contraignant à partir de janvier 2022.

²⁸ Par exemple, un bien acquis avec un PTZ ne peut être mis en location avant 6 ans (sauf exception, comme une mutation professionnelle).

Tableau n°10 : Les différentes catégories de prêts accordés aux particuliers (moyenne entre 2001 et 2017)

Niveau annuel moyen 2001-2017 En %	PTZ	PC-PAS	Épargne Logement	Prêts sociaux	Prêts bancaires
Marché du neuf	2.0	3.9	0.3	0.3	22.2
Marché de l'ancien	1.0	4.1	0.6	0.3	57.1
Travaux seuls	0.3	0.2	0.9	0.4	6.3
Ensemble du marché	3.3	8.2	1.8	1.1	85.6

Source : OFL/CSA – L'observatoire Crédit Logement/CSA du financement des marchés résidentiels. Juin 2019. 13^{ème} édition. p. 19

Autre indicateur allant dans le même sens : entre 2012 et 2017, le nombre de biens à destination de résidence principale financés dans l'ancien ou le neuf avec une garantie Crédit Logement a plus que doublé (+119%)²⁹.

Tableau n° 11 - Nombre d'opérations immobilières financées (en milliers d'unités) ente 2012 et 2017

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	% variation 2012-2017
Accession	586.4	632.8	649.5	732.6	1 158.4	1 284.9	119.12
Dont accession neuf	171.2	155.6	169.3	174.7	314.1	357.1	108.59
Dont accession ancien	415.2	477.2	480.2	557.9	844.3	927.8	123.46
Résidences secondaires	25.6	18.9	19.8	26.0	38.5	48.4	89.06
Investissement locatif	77.1	60	55.6	66.4	104.0	94.6	22.7
Travaux seuls	501.0	531.1	295.7	327.8	297.7	301.3	- 39,86
Ensemble du marché	1 190.1	1242.8	1 020.6	1 152.8	1 598.6	1 729.2	45.3

Source : OFL/CSA – L'observatoire Crédit Logement/CSA du financement des marchés résidentiels. Juin 2019. 13^{ème} édition

En définitive, la forte progression de la production de crédits de la dernière décennie, liée à la baisse des taux pour toutes les durées, explique les capacités des particuliers à opérer massivement sur le marché, en s'endettant plus longtemps et à moindre coût pour acquérir sa résidence principale, secondaire, ou investir dans le locatif³⁰.

²⁹ Crédit Logement est la principale source de cautionnement de prêts sur le marché français, en particulier pour les acquisitions dans l'ancien

³⁰ Avant cette baisse des taux, des économistes avaient pointé les conséquences de la hausse des prix immobiliers sur l'accession à la propriété des ménages. Le bouclage des financements se fait avec des montants d'apports qui varient en fonction des situations, qu'il s'agisse de primo-accédant ou secundo-accédant, qu'ils bénéficient ou pas de donations familiales, d'héritages. La hausse des prix des dernières années a particulièrement pesé sur la solvabilité des ménages et donné une importance accrue aux donations intergénérationnelles (Le Bayon Lévasseur et Madec, 2013 ; Le Bayon et Madec, 2014).

b. Une dynamique de diversification des sources de financement de l'immobilier

En marge des établissements bancaires, des fonds peuvent être mobilisés, par différents acteurs, via différents « véhicules d'investissement » en vue de financer des acquisitions résidentielles. Cela renvoie à la littérature sur la financiarisation du logement locatif évoquée plus tôt. On peut parler dans ce cas de financement « non bancaire » de l'immobilier.

Les acteurs principaux de ces marchés (SIIC et sociétés de gestion) fondent leur offre sur un accès facilité et géré à différentes classes d'actifs immobilières. C'est l'accès à de la « pierre-papier », donnant accès à des rendements, sans les inconvénients liés à la propriété directe des biens.

Tableau n° 12 - Les sources de financement non bancaire de l'immobilier

Type	Description	Principe de fonctionnement	Type d'actifs ciblés
<i>Financement immobilier par les marchés financiers</i>			
Compagnies d'assurance		Organismes collecteurs, qui placent les capitaux à long terme	Toutes classes d'actifs immobilière (à forte dominante tertiaire)
SIIC	Société d'Investissement Immobilier Cotée	Foncières cotées en bourse	Toutes classes d'actifs immobilière (à forte dominante tertiaire)
SCPI	Société Civile de Placement Immobilier	Investissements immobiliers locatifs dans le but de générer du rendement	SCPI « classique » : tertiaire SCPI résidentielles et « fiscales » : du résidentiel, notamment avec travaux pour bénéficiaire des dispositifs, « Déficit Foncier », ou encore « Malraux »
OPCI	Organisme de Placement Collectif Immobilier	Investissements locatifs à hauteur de 60 à 90% La part restante est répartie dans divers produits financiers : obligations, actions.	Tertiaire
Private Equity	En français Capital-investissement : prise de participation dans des sociétés non-cotées en bourse.	Prise de participation minoritaire ou majoritaire, dans le but de réalisation d'une plus-value. Répond à un besoin de financement pour le lancement, le développement, le redressement d'une entreprise	Tout type d'entreprise dont immobilier (toutes classes d'actif) Dans ce cas : - investissement dans un actif déjà construit, à restructurer ou non - développement d'un actif
<i>Dont Private Equity Real Estate</i>		<i>Investir les fonds collectés via un fonds d'investissement dans des actifs immobiliers</i>	<i>Actif existant ou développement</i>
<i>« Financements alternatifs »</i>			
Crowdfunding	Financement participatif, par des particuliers	Financement de la construction ou de l'acquisition d'un bien Immobilier, via une plateforme en ligne Porteur de projet : promoteur immobilier Remboursement du capital et versement d'une marge aux	Financement d'opérations de promotion immobilière Dans une moindre mesure : construction, rénovation de biens locatifs

		investisseurs	
Crowdfunding	Prêt collaboratif pour financer les petites et moyennes entreprises	Alternative au financement bancaire d'une entreprise (notamment quand l'entrepreneur n'arrive pas à accéder au financement)	Tout type d'activité, dont l'immobilier
Family office	Mono ou Multifamily office : préservation et développement de patrimoine	Structures indépendantes ou adossées à des banques Investissements dans différentes classes d'actifs	Private Equity Actions Assurance-vie Immobilier : (17% en 2018 d'après l'AFFO, dont 2% de pierre-papier) ³¹

Des fonds dits « alternatifs » complètent ces sources de capitaux. Le *crowdfunding* immobilier en constitue depuis quelques années une source de plus en plus importante, avec une croissance exponentielle de l'activité³². D'après le baromètre annuel KPMG sur la finance participative, les fonds collectés en 2019 atteignaient 1,406 milliards d'euros, contre 169 millions en 2015 (+ 732%)³³. Ce « succès » est à lier à la question de la capitalisation des petits acteurs de l'immobilier, de type marchand de biens ou promoteurs locaux. Le durcissement des exigences en fonds propres des banques peut conduire ces acteurs à solliciter le *crowdfunding* pour y répondre, et ainsi avoir les capitaux nécessaires à l'obtention du financement bancaire. Dans ce cas une forme de financiarisation s'adosse à du financement bancaire classique.

L'autre ressource majeure de financement « non bancaire » dans l'immobilier résidentiel vient des investisseurs institutionnels. Ces derniers opèrent de manière différente (il s'agit d'organismes collecteurs, opérant à long terme).

Le retour de cette catégorie d'investisseurs est un thème récurrent dans le monde de l'immobilier français depuis de nombreuses années. Il a fait l'objet de nombreux rapports, colloques, rencontres entre professionnels au cours des dernières années. Du côté des investisseurs eux-mêmes l'année 2015 semble avoir été un moment de prise de conscience des opportunités offertes par le résidentiel, dans un contexte de compression des rendements de l'immobilier de bureau³⁴.

Si des signes indiquent bien l'amorce d'un retour, il reste difficile d'anticiper les proportions qu'il va prendre. Les raisons de ce regain d'intérêt des grands investisseurs pour le logement sont clairement identifiables. Il ne peut se comprendre que par rapport aux évolutions d'autres marchés (et pas uniquement immobiliers).

D'un côté les OAT sont à un niveau historiquement bas depuis 2015, entraînant la compression des rendements des actifs de bureau. Les nouveaux modes de consommation et le développement du e-commerce laissent planer des doutes sur l'avenir des surfaces commerciales. D'un autre côté les avantages s'accumulent pour ce qui concerne les actifs

³¹ Voir à ce sujet le baromètre 2018 de l'Association Française du Family Office (AFFO), en collaboration avec Opinion Way : http://affo.fr/assets/files/Publications/CP_Barom%C3%A8treAFFO_2019_VF.pdf

³²

³³ https://financeparticipative.org/wp-content/uploads/2020/02/BAROMETRE-CROWDFUNDING_2019_MAZARS-FPF.pdf

³⁴ BNP Paribas Real estate le-poids-du-résidentiel-dans-les-actifs-immobiliers-des-investisseurs

résidentiels. La demande est très élevée dans les grands centres urbains français, et le difficile accès à la propriété nourrit la tension locative. Le cycle de vie des biens résidentiels est plus long que celui du tertiaire, et le risque est réparti sur une multitude de locataires, quand un actif de bureau de type tour est plus exposé à la défaillance d'un à deux grands utilisateurs.

La récente crise sanitaire a accéléré des évolutions d'usages déjà visibles, et a révélé des faiblesses, celles des actifs de bureau, des hôtels, mais aussi (chose plus inattendue) des commerces des grands centres urbains, y compris Paris. Le besoin de se loger, et d'avoir une logistique au plus près des besoins a en revanche rassuré les investisseurs sur ces deux classes d'actifs.

Si le contexte est donc favorable, les freins à un retour direct des « zinzins » ne sont cependant pas levés : la protection du locataire en contexte français en un (et c'est la raison pour laquelle les investisseurs préfèrent le bail commercial). Gérer des locataires en direct implique des coûts, un savoir-faire, des équipes dédiées. C'est un métier qui n'est pas, du moins qui n'est plus celui des grands investisseurs³⁵.

Autre point de blocage, et non des moindres : la disponibilité de logements en bloc dans les grandes villes françaises, et plus encore à Paris. Les ventes à la découpe des décennies précédentes y ont raréfié les produits anciens en blocs. Plusieurs brokers nous ont indiqué que les institutionnels ne s'intéressaient pas aux opérations de moins de 60 millions d'euros : le marché n'est donc pas favorable à ce type d'acquisitions, faute d'offre. Seul moyen d'accéder à des actifs de tailles minimales : traverser le périphérique, pour l'accès au foncier et la création de l'actif. Or ces acteurs sont traditionnellement prudents en termes d'utilisation des fonds récoltés, donc de choix de localisations. Ils choisissent les lieux les plus sécurisés, donc les adresses centrales, et si possible prestigieuses, pour des prises de position de long terme.

Les articles de presse se sont multipliés pour décrire les formes de ce retour, et notamment l'appétit des investisseurs pour les résidences « avec service »³⁶. Divers entretiens menés auprès de Brokers ou de foncières ont confirmé cette idée : celle d'un retour mais sous des formes moins directes, via des produits locatifs « gérés » ou des fonds dédiés.

La résidence avec service semble être la voie la plus favorable : d'abord les baux sont commerciaux, avec tous les avantages que cela comporte (contrats courts, facilité de les interrompre en cas d'impayés, pas de plafonnements de loyers...). Des organismes de gestions se chargent de l'entretien de l'immeuble et de la gestion des locataires. Il s'agit donc d'une solution « clé en main » particulièrement adaptée au profil des grands investisseurs. La résidence *Senior* est quant à elle d'autant plus appréciée qu'un certain nombre de politiques (APA, APL...) participent à solvabiliser la clientèle. L'immobilier de

³⁵ Notons d'ailleurs que la tendance actuelle est à l'éloignement de la propriété pour de grands groupes traditionnellement propriétaires de leurs locaux. Ce basculement vers une logique « utilisateur » revêt de nombreux avantages : allègement de l'endettement des groupes, protection contre les frais d'entretiens et de remise aux goûts du jour des locaux, déménagements plus faciles, en phase de croissance ou de décroissance des effectifs...

³⁶ <https://www.lesechos.fr/idees-debats/cercle/opinion-immobilier-residentiel-aiguise-de-nouveau-lappetit-des-investisseurs-institutionnels-1041154>

santé est aussi une voie explorée, d'autant plus qu'il permet aussi de capter des dépenses liées aux politiques de santé.

L'essor du *Co living* des dernières années s'inscrit également dans cette dynamique. S'il existe un flou juridique sur la nature du bail en la matière³⁷, ces solutions semblent avoir les faveurs des investisseurs, en témoigne les 180 millions d'euros levés (avant la crise du Covid) par la société Colonies, acteur devenu majeur du *Co living* en France³⁸.

D'autres voies, plus indirectes, peuvent être empruntées par certains investisseurs comme s'associer avec des promoteurs (joint-venture, comme dans le cadre des AMI), et garantir leur dette auprès des banques. Le logement social a déjà été évoqué, et permet aussi un accès au résidentiel.

La clé d'un retour massif des institutionnels, et plus largement des acteurs qui collectent et gèrent des fonds levés sur les marchés financiers, est donc sans doute « l'intermédiation ».

La forme la plus connue est celle proposée par les *brokers*, qui jouent un rôle central dans la mise en relation entre vendeurs et investisseurs.

D'autres formes d'acteurs peuvent jouer ce rôle clé, à l'interface entre l'investisseur et le produit immobilier, selon des modes de propriété plus ou moins directs : administrateurs de biens, *property management*, *asset management*,...

Les acteurs de l'intermédiation jouent un rôle qui sera très certainement déterminant dans l'évolution de la stratégie des investisseurs institutionnels, d'autres acteurs de la sphère financière intéressés également par une prise « indirecte » d'actifs résidentiels.

Tableau n°13 - Les intermédiaires en gestion immobilière

Nom	Nature de l'activité	Type de taches
Property management	Gestion et optimisation d'un parc immobilier pour le compte de tiers (bailleurs, syndicat de copropriétaires, investisseurs immobiliers.)	Entretien courant Gestion des baux et loyers Travaux Tâches administratives, financières, juridiques
Administrateurs de biens	Gestion de biens immobiliers locatifs, pour le compte de différents acteurs : particuliers, foncières, compagnies d'assurances. Activité parfois mêlée avec celle d'agence immobilière	Gestion des locaux d'habitation ou commerciaux Responsabilité de l'état général des biens, gestion de l'entretien et des travaux
<i>Asset management</i> ou gestionnaires d'actifs immobiliers	Gestion des portefeuilles immobiliers des « grands comptes » : investisseurs institutionnels, foncières, groupes financiers... Acteurs le plus souvent adossés à des banques	Activité de gestion pour compte de tiers : gestion des capitaux confiés via un fond (véhicule d'investissement)

³⁷ <https://www.latribune.fr/entreprises-finance/industrie/biens-d-equipement-btp-immobilier/immobilier-comment-sortir-le-coliving-du-flou-juridique-835540.html>

³⁸ <https://www.latribune.fr/technos-medias/innovation-et-start-up/colonies-le-wework-francais-du-coliving-recoit-180-millions-d-euros841107.html>

L'appétit retrouvé des grands investisseurs pour le logement, ouvre en effet des opportunités pour des acteurs qui ont compris l'opportunité de capter ces flux de capitaux, et leur trouver des débouchés dans l'immobilier résidentiel.

C'est notamment le cas d'opérateurs comme C.D.C Habitat ou le groupe Action Logement, qui mettent en œuvre la politique du logement intermédiaire depuis l'ordonnance de 2014. Ils ont eu cette lecture du marché, et ont ainsi pu drainer une part de ces flux vers des circuits dédiés.

Si la démarche de C.D.C Habitat n'a été accueillie que timidement à son démarrage (Bigorgne et Le Corre, 2020), des annonces récentes indiquent la montée en puissance des dispositifs, notamment à la faveur de *deals* avec des promoteurs sur des paniers importants de logements, en pleine crise sanitaire.

Les opérations menées sur le marché de la vente en bloc depuis mars 2020³⁹ démontrent ainsi la capacité de ces deux grands groupes à tirer profit d'une crise immobilière pour accélérer la mise en œuvre de la politique publique du logement intermédiaire, en répondant aux attentes des investisseurs en matière de diversification de portefeuilles, plus encore avec la déstabilisation du modèle économique de l'immobilier tertiaire et le besoin d'investir dans des actifs moins sensibles aux cycles économiques et aux changements d'usages immobiliers⁴⁰.

Cela grâce à une forme d'intermédiation singulière, propre à ces deux grands groupes d'intérêt public, en capacité de déployer plusieurs formes de compétences au-delà de leur métier de bailleurs sociaux. Ces derniers ont la capacité de créer des actifs (avec maîtrise d'ouvrage directe) ou via des *deals* auprès de promoteurs, de les gérer, grâce à leur expérience de bailleurs, et leur activité *d'asset managers*. Le risque locatif est quant à lui dilué dans une masse très importantes de logements gérés, et la relation directe au locataire reste leur cœur de métier. D'un point de vue politique, ils sont en mesure de participer à l'évolution du cadre législatif, et de négocier avec les élus, afin de territorialiser leur stratégie.

Ces produits offrent alors à l'investisseur l'opportunité de bénéficier du caractère sécurisant du résidentiel, dans un cadre juridique qui se révèle tout aussi sécurisant à la lumière de la crise sanitaire, qui a révélé la faiblesse des modèles trop souples en matière de baux locatifs.

En d'autres termes, en apportant une signature solide et identifiée, en donnant une perspective à 10 ans (soit peu ou prou le temps de réalisation du Grand Paris Express), ces deux opérateurs offrent la liquidité nécessaire à rassurer l'investisseur, dont l'investissement

³⁹ Nous faisons référence aux acquisitions de logements neufs annoncées en pleine crise sanitaire par CDC Habitat (40 000 unités) et Action Logement (10 000 logements via In'Li) en soutien à la filière de production de logements.

⁴⁰ Nous faisons référence aux acquisitions de logements neufs annoncées en pleine crise sanitaire par CDC Habitat (40 000 unités) et Action Logement (10 000 logements via In'Li) en soutien à la filière de production de logements.

devient comparable en termes de sécurité et durée d'engagement à un OAT ou du bureau prime, mais avec un rendement supérieur⁴¹.

C'est ainsi que des institutionnels se retrouvent à investir dans du logement intermédiaire, parfois dans des zones géographiques qu'ils n'auraient sans doute pas ciblé dans le cadre d'une prise directe d'actifs ou même via de l'*asset management* plus classique⁴².

Cela fait le lien avec un autre débouché pour les investisseurs en lien avec les marchés financiers : le logement social, et la question de la diversification des sources de financement des O.L.S.

Du point de vue de l'investisseur institutionnel, investir dans le logement social permet d'accéder à des bailleurs détenteurs de logements parfois au cœur des métropoles, à une clientèle solvabilisée par les aides sociales diverses, et cela sans les risques inhérents à la gestion directe. Il s'agit donc d'une forme d'intermédiation similaire aux mécanismes décrits pour le logement intermédiaire.

Les O.L.S peuvent avoir accès à ces formes de financement non bancaires (pour produire du logement ou rénover le parc existant) via des émissions de participations par exemple, ou en accédant aux marchés financiers, en direct lorsque le bailleur dispose de l'ingénierie financière pour le faire, ou accompagnés de banquiers-conseils.

⁴¹ Bigorgne et Le Corre évoquent un rendement brut de 4,8% des parts investies dans le FLI. Pour rappel les OAT sont faibles ou négatifs depuis 2015, et les taux de rendement de bureau prime (QCA) sont tombés sous les 3% à partir de 2018.

⁴² Voir les cartes proposées par l'APUR sur la localisation des logements intermédiaires de CDC Habitat en I.D.F, et notamment la part importante de logements créés à l'Est de la métropole du Grand Paris (note n°151, mai 2019)

c. La « définanciarisation relative » du logement français

Le regain d'intérêt des investisseurs institutionnels pour le logement est certes de plus en plus caractérisé, par des données de marché (Immostat, RCA) dans un contexte de crise sanitaire qui rend plus attractives encore les classes d'actifs résidentielles. Les données bancaires précédemment mobilisées ont déjà permis de mettre en perspective le poids des institutionnels par rapport au financement bancaire de l'immobilier résidentiel.

Pour être complet, et relativiser l'idée d'une financiarisation du secteur locatif, il est nécessaire de placer l'analyse dans une réflexion plus globale sur la dynamique du logement, qui a confirmé la prédominance des particuliers et bailleurs sociaux en contexte français après la crise de 2008.

Dans plusieurs pays européens, des gouvernements ont encouragé l'intervention de fonds d'investissements dans le logement à la suite de la crise financière de 2008, dans des contextes de contraction de la dépense publique. La sous-capitalisation des opérateurs qui a découlé de la crise a ainsi conduit à des changements importants dans les systèmes nationaux du logement et une financiarisation des secteurs locatifs dans des pays européens aussi divers que l'Allemagne (Aalbers et Wijburg, 2017), l'Espagne (Vives-Miro, 2018) ou l'Italie (Belotti et Arbaci, 2020).

Pour ce qui concerne la France, les spécificités de son système bancaire fait qu'elle est restée en marge d'une financiarisation du logement par la titrisation des créances hypothécaires (Fernandez et Aalbers, 2016 ; Le Goix et al, 2021). Ensuite la crise financière de 2008 n'a pas constitué d'inflexion majeure en matière de contribution publique au logement. C'est au contraire un effort de construction à contre-cycle de logements sociaux qui a été observé à la suite de cette crise financière, en soutien à l'ensemble des acteurs du logement.

La très forte domination des particuliers et des bailleurs sociaux, soutenus par les banques ou la C.D.C, ou encore la quasi-disparition des investisseurs institutionnels du secteur rendait jusqu'à récemment difficile ce type d'approche en contexte français. L'analyse des effets de la financiarisation sur la production immobilière se prêtait donc surtout à l'étude du secteur de l'immobilier d'entreprise (Guironnet, 2016).

Le regain récent d'intérêt d'acteurs en lien avec les marchés financiers pour les actifs résidentiels a toutefois ouvert de nouvelles perspectives de recherche, notamment à la suite du recours à des circuits financiarisés pour porter une politique (la politique du logement intermédiaire impulsée en 2014) : les pouvoirs publics ont dès le départ appelé de leur vœux l'implication des institutionnels pour soutenir l'effort, et ainsi combler ce qui a été considéré comme un angle mort des politiques publiques françaises depuis longtemps : le logement des couches moyennes dans les grandes métropoles (Bigorgne et Le Corre, 2020).

Reste qu'en dépit de cette dynamique réelle, des volumes d'investissement en hausse et des transactions importantes rapportées dans la presse spécialisée, les acteurs

institutionnels contribuent toujours de manière marginale au financement, à la propriété et la gestion de biens locatifs français⁴³.

Il est d'ailleurs probable que ces grands équilibres statistiques n'évoluent pas de manière significative à moyen ou même long terme.

D'abord parce que dans certaines grandes opérations récentes des institutionnels ont acheté à d'autres institutionnels, ce qui en « neutralise » la portée statistique.

Ensuite parce qu'en parallèle d'autres dynamiques d'investissement sont à l'œuvre, aussi bien dans le parc ancien que dans le cadre de la production neuve. Car le contexte de taux bas a profité à toutes les catégories d'investisseurs : l'envolée de la production de crédits à l'habitat des dernières années, conjuguée la baisse des taux a permis une intervention massive des particuliers dans le logement, aussi bien au titre de leurs résidences principales que d'investissements locatifs, dans l'ancien ou le neuf.

Les rythmes de production de logements neufs de la dernière décennie, menés dans le cadre de la VEFA particuliers ou HLM ont été très soutenus jusqu'en mars 2020, et le ralentissement de la production est surtout le fait de choix d'élus locaux (ralentissement de la délivrance de P.C), moins de la difficulté d'accès au crédit⁴⁴.

En région parisienne, épicerie de la crise du logement français, ce sont plus de 70 000 logements par an qui ont été autorisés au cours des dernières années, dépassant ainsi les objectifs de la loi sur le Grand Paris, soit une masse de logements supplémentaires absorbés par les particuliers ou bailleurs sociaux, et qui viendront renforcer leurs contributions respectives au logement.

A Paris, un des marchés immobiliers les plus convoités au monde (toutes classes d'actifs confondues), les dernières années ont été marquées par une progression importante du logement social, y compris du « PLAI », dans un contexte de raréfaction du foncier et de très forte augmentation des prix immobiliers, comme un effet combiné de la loi SRU et des politiques locales en la matière depuis 2001.

Par ailleurs il a déjà été observé qu'à Paris ou à Lyon, le parc privé ancien a même été mis à contribution pour se conformer à la loi en matière de parc de logement sociaux (Robert, 2020). Le recours au droit de préemption peut aussi permettre aux collectivités (ou aux préfets en cas de constat de carence) d'agir dans le sens d'une politique active du logement social.

Il peut donc être avancée l'idée d'un interventionnisme public qui a pour effet d'agir en faveur le logement social via une production a priori programmée pour être privée. Un instrument comme le P.L.U peut par exemple permettre l'imposition de 25% de logements sociaux dans les programmes neufs, et d'un point de vue plus conjoncturel, notons aussi que

⁴³ Voir à ce sujet le récent baromètre Immostat sur l'immobilier résidentiel, qui indique bien depuis sa création une montée en puissance des investissements dans le résidentiel, via des ventes en portefeuilles ou d'autres produits immobiliers anciens ou neufs

⁴⁴

le rachat de « queues de programmes » de promoteurs par CDC Habitat durant la crise sanitaire constitue une forme d'absorption par le logement social et intermédiaire de logements initialement destinés au marché privé⁴⁵.

L'idée d'un logement « capté par la finance » doit donc être relativisée par cet ensemble de logiques à l'œuvre, et ce d'autant plus que ces logements intermédiaires évoqués ont vocation à être revendu au terme de leur période de gestion, notamment à leurs occupants, et pourraient donc changer de catégorie statistique à cette occasion.

Le concept de financiarisation du logement n'est donc toujours pas central en France pour y caractériser la dynamique du logement. Par conséquent, il ne l'est pas non plus pour expliquer la hausse des prix du logement depuis le début des années 2000, notamment dans les métropoles françaises. D'ailleurs le logement intermédiaire prouve qu'il peut y avoir « financiarisation » et mise sur le marché de produits à des prix inférieurs à ceux du marché.

L'existence d'un mouvement de financiarisation du logement locatif est certes un fait avéré, mais dont l'ampleur dépendra de plusieurs facteurs. D'abord de la politique de la B.C.E, et de la durée de la politique des taux bas, ainsi que du comportement des investisseurs vis-à-vis de cette même politique, en termes d'arbitrage entre actifs mobiliers et immobiliers. Ensuite du comportement de ces mêmes investisseurs en matière d'immobilier. La question du bureau reste centrale et le comportement des entreprises utilisatrices déterminera si la diversification observée actuellement (en faveur de la logistique et du résidentiel) est conjoncturelle ou plus durable une fois passée la crise sanitaire.

Enfin des choix de politiques publiques vis-à-vis des bailleurs sociaux et des particuliers-bailleurs : cette dynamique de financiarisation ne pourra en effet avoir un effet statistique significatif que si elle est corrélée à un recul important des capacités des particuliers et des bailleurs sociaux à agir sur le marché, par les incitations publiques et les capacités des banques à financer les opérations.

En définitive, en tenant compte de l'actualité récente mais si l'on raisonne sur le long terme et que l'on tient compte de la dynamique globale d'investissement résidentiel, il est plutôt question d'une « définanciarisation relative » du logement locatif français, dans le sens où une dynamique de financiarisation est bien observable, mais en valeur absolue, l'investissement des institutionnels recule par rapport aux autres catégories d'investisseurs, particuliers et OLS. Cette dynamique globale a donc pour conséquence de réduire leur contribution à la propriété des biens locatifs en contexte français.

⁴⁵ La commande de 40 000 logements de CDC Habitat, mené par appel à projet, a concerné des opérations en début de montage, à des stades avancés ou des programmes déjà en chantier. Les « queues de programme » concerne le dernier cas (les logements déjà commercialisés)

IV. Des marges de manœuvres laissées à des « particuliers professionnalisés »

Les dispositifs de défiscalisation, qui se sont accumulés depuis les années 80 jusqu'au lancement du « PINEL » en 2014, constituent des dispositifs « grand public », à destination de particuliers pas ou peu experts de l'investissement immobilier, et avant tout en recherche d'une baisse d'impôt sur le revenu (Vergriete, 2013).

Les stratégies élaborées par des particuliers, aux frontières du professionnalisme, en vue de se constituer un patrimoine mieux localisé, avec de meilleurs rendements locatifs, de meilleures perspectives en matière de plus-value, de qualité de la transmission échappent quant à elles assez largement à l'analyse.

Or ces acteurs, ces « petites-mains », parfois pleines, de l'immobilier jouent un rôle central dans le fonctionnement des marchés locatifs, notamment métropolitains. Leur action est plus diffuse, car souvent centrée vers le parc ancien, ou neuf mais sans passage par les outils type PINEL⁴⁶. La combinaison de la législation en matière de statut de bailleur, les règles en matières bancaires et d'assurance, la fiscalité sur les revenus fonciers, sont à la fois contraignantes et sources d'opportunités pour ceux qui en maîtrise les subtilités. En se frayant un chemin entre ces différentes dimensions, l'investisseur peut alors élaborer une stratégie d'accumulation des acquisitions avec des marges de manœuvres conséquentes.

a. Les dispositifs discrets qui permettent de contourner les circuits de la défiscalisation

Une étude récente de l'INSEE permet de mesurer la contribution des ménages « multipropriétaires » à l'offre locative (y compris via une SCI), en particulier dans les grandes métropoles⁴⁷.

Sans surprise, plus ces ménages possèdent de biens et plus ils les mettent sur le marché locatif (à hauteur de 70% pour ceux qui détiennent vingt logements ou plus), et le recours à la SCI croît en même temps que le nombre de logements possédés. Par ailleurs, cette étude démontre que les ménages qui détiennent cinq logements ou plus contribuent fortement au logement dans les grandes aires. Ainsi, à Paris, ces ménages possèdent pas moins de 58% des logements. C'est encore plus frappant dans les quartiers centraux des grandes villes, notamment dans les beaux quartiers parisiens, mais aussi les centres de Toulouse, Lyon et Marseille.

⁴⁶ Les contreparties demandées, notamment le plafonnement de loyers, étant trop pénalisantes dans les meilleures localisations, en particulier Paris

⁴⁷ INSEE, « 24% des ménages détiennent 68% des logements possédés par des particuliers », novembre 2021

Ces données soulignent ainsi à la fois la centralité des ménages multipropriétaires dans la propriété des biens locatifs du cœur des grandes métropoles françaises, ainsi que la centralité des choix juridiques et fiscaux, qui permettent de cibler précisément ces zones géographiques, les plus privilégiées du point de vue de la demande locative et de valorisation du patrimoine à long terme. Zones qui ne correspondent donc pas à celles fléchées par les dispositifs de défiscalisation de type « PINEL », comme évoqué plus haut.

Cela renvoi donc aux stratégies déployées par ces ménages pour accroître leur patrimoine immobilier tout en maîtrisant la géographie et l'impact fiscal de ces choix.

En premier lieu, l'investisseur, pour chaque acquisition à un choix central à faire : le statut d'acquisition, et son corollaire, le mode d'imposition des revenus locatifs. Il s'agit d'un point fondamental, auquel tout investisseur doit faire face, d'autant que les choix opérés sont parfois irrévocables. Il s'agit de choisir si l'on achète en nom propre ou via une personne morale, si l'on opte pour un des dispositifs de défiscalisation décrits plus haut ou pas. L'option fiscale impacte non seulement le rendement net, mais aussi le coût d'une cession du bien (taxe sur la plus-value immobilière).

Une série d'entretiens menés auprès de cette typologie d'investisseurs convergent pour dire que deux dispositifs fiscaux sont plébiscités : le dispositif LMNP/LMP (location meublée non professionnelle/professionnelle), et la SCI (Société Civile Immobilière), lorsqu'elle est imposée selon le régime des sociétés (I.S)⁴⁸.

Le premier statut fonctionne dans le cadre d'une acquisition en nom propre d'un bien (mais avec enregistrement au RCS), et du respect des règles de la location dite « meublée »⁴⁹. Le second, comme son nom l'indique, exige la création d'une entité juridique (également enregistrée au RCS), qui sera propriétaire du bien (les associés détiendront alors le ou les biens sous formes de parts). Dans les deux cas, la nature et le nombre de frais déductibles, conjugués à certaines libertés laissées dans les stratégies de localisation de fixation des loyers et de transmission (pour la SCI) sont à l'avantage de l'investisseur.

⁴⁸ La Société Civile Immobilière est la forme juridique la plus commode en matière d'acquisition par plusieurs personnes (physiques et morales) d'un ou plusieurs biens immobiliers. L'objet de la SCI est très varié, et les associés doivent les préciser dans les statuts. La « SCI Familiale » est la forme la plus connue, et permet à différents membres d'une même famille d'acquérir et gérer des biens immobiliers. En matière de fiscalité, on parle de SCI à l'IR, lorsque les revenus de la structure sont confondus avec les revenus des détenteurs des parts. Lorsque les détenteurs de la SCI optent pour une fiscalité à l'IS, une distinction nette est opérée entre les revenus de la SCI et ceux de ses propriétaires. On parle alors de structure « transparente », et les bénéfices de la SCI, lorsqu'ils existent sont alors versés sous forme de dividendes aux associés.

⁴⁹ Le locataire doit pouvoir s'installer simplement avec ses effets personnels. La législation sur les meublés impose une liste précise d'équipement à fournir pour agir selon ce statut.

Tableau n°14 - Caractéristiques des dispositifs « LMNP » et des Société Civiles Immobilières

Nom du dispositif	LMNP (location meublée non-professionnelle)		S.C.I (société civile immobilière)	
	Type de biens	Logement type « meublé ». Dans résidences services ou le parc privé (neuf et ancien)		Logements Surfaces commerciales Bureau
Imposition	« Micro BIC »	Au « Réel »	A l'IR (selon la tranche d'imposition des possesseurs des parts)	A l'IS
Seuil de revenus locatifs (par an)	23 000 euros	70 000 euros	/	/
Avantages fiscaux	Régime forfaitaire avec abattement de 50% des loyers perçus	Déclarations des frais de gestion réels	Déficit foncier possible	Pas d'impact sur la fiscalité des détenteurs de parts
Frais déductibles	/	Amortissement du bien (meuble et immeuble)	Les frais liés à l'acquisition, (hors emprunt) : intérêts d'emprunt, assurances, taxes foncière, entretien...)	Tous les frais liés à l'acquisition (emprunt, intérêts d'emprunt, assurances, taxes foncières.) Amortissement du bien
Taxation de la plus-value	Régime de la plus-value des particuliers Différence entre valeur de cession et d'acquisition		Régime de la plus-value des particuliers Différence entre valeur de cession et d'acquisition	Régime de la plus-value des professionnels Différence entre valeur de cession et valeur nette comptable
Zonage	Non		Non	Non
Plafonnement de loyers	Non		Non	Non
Plafond de revenus des locataires	Non		Non	Non

Concernant le « LMNP », soulignons d'abord que ce statut n'est pas seulement associé aux résidences-services, même s'il est particulièrement adapté à ce dispositif. Un bailleur peut aussi passer par ce statut pour une acquisition dans l'ancien ou dans le neuf et proposer une prestation meublée.

Dès lors, deux options fiscales s'offrent à lui. Premièrement, l'investisseur peut bénéficier de ce statut si ses revenus locatifs ne dépassent pas 23 000 euros par an (soit environs 1900 euros par mois). Les revenus sont alors imposés au « micro-bic » et l'investisseur peut

procéder à un abattement forfaitaire de 50% sur ses revenus locatifs. Mais le cœur de la niche fiscale réside dans une autre option : le régime dit « réel ». Ainsi, le plafond de revenus est relevé à 70 000 euros par an, ce qui laisse la possibilité de louer plusieurs appartements sous ce statut. Ensuite un ensemble de frais peuvent être déduits : frais d'acquisition, intérêts d'emprunts, travaux d'entretiens, travaux d'entretien. Surtout, l'avantage de ce statut réside dans la possibilité d'amortir les biens meubles, et surtout immeubles. Ainsi, en cumulant chaque mois les frais et les amortissements comptables, le bailleur peut réduire, voire effacer les revenus locatifs.

Dernier avantage, et non des moindres, du LMNP en régime réel : les amortissements déduits n'ont pas d'incidence sur le calcul de la plus-value. Autrement dit, la plus-value sera calculée entre prix d'achat et la valeur de revente, et non entre le prix « théorique » du bien amorti et sa valeur de revente. D'ailleurs, le rapport « CAP 2022 » a pointé l'avantage jugé trop important de ce mécanisme d'amortissement, et préconisé la suppression pure et simple du statut⁵⁰.

En ce qui concerne la S.C.I, elle offre de multiples avantages aux propriétaires des parts, notamment lorsqu'ils optent pour la « transparence fiscale », soit l'imposition au régime de l'impôt sur les sociétés.

Rappelons que la S.C.I est d'abord une forme juridique qui permet l'investissement à plusieurs, au sein d'une famille (la « SCI familiale »), mais aussi entre associés personnes physiques ou morales. Son objet est précisé dans ses statuts : l'objectif peut tout aussi bien être la construction-vente ou l'achat-revente ; ou au contraire de mise en location d'un ou plusieurs biens à long terme. Elle offre la possibilité d'investir à plusieurs, notamment au sein des familles, démultiplier les capacités d'emprunts ; constituer un patrimoine et le transmettre sous formes de parts à ses descendants, selon une imposition beaucoup plus attractive que dans le cas d'un achat en nom propre⁵¹.

Aussi, la S.C.I, lorsqu'elle est imposée à l'impôt sur les sociétés permet de réduire, voire d'annuler l'imposition sur les recettes locatives grâce à la déduction d'un ensemble de frais (y compris les échéances de prêts et l'amortissement du bien).

Ainsi, la S.C.I à l'IS devient un levier puissant d'investissement, à très faible impact fiscal, d'autant plus que les banques financent les SCI, selon des règles elles aussi avantageuses : c'est la SCI qui porte l'endettement, et non les particuliers qui agissent en son nom (ils sont en revanche garants). De ce fait, les capacités d'endettement sont plus souples que dans le cadre d'achats en nom propre, y compris avec la mise en pratique des recommandations du HCSF à partir de 2020.

Revers de la médaille, l'amortissement du bien a un coût, en cas de revente : d'un point de vue comptable, le bien se déprécie d'année en année, pour aboutir à une « valeur nette

⁵⁰ L'éventualité d'une suppression du statut LMNP agite d'ailleurs le monde des investisseurs particuliers, comme l'indique les nombreux articles en ligne ou vidéos postées sur ce sujet.

⁵¹ Par une opération de démembrement de propriété, des parents peuvent ainsi conserver l'usufruit de la SCI, tout en cédant progressivement des parts de la société, donc des biens abrités à l'intérieur. La fiscalité diffère alors d'un droit de succession d'un bien en nom propre.

comptable ». Alors, au fil du temps, l'assiette du calcul de la plus-value augmente très fortement, car un bien amorti en 20 ans peut avoir une valeur nulle d'un point de vue comptable. Alors l'impôt sur la plus-value sur la valeur totale de revente, et non la différence entre prix d'achat et prix de vente.

Cette spécificité renforce le caractère patrimonial de l'investissement : l'acquéreur en SCI à l'IS n'a pas intérêt à agir à court ou moyen terme, sauf à voir les bénéfices de son opération totalement annulés. C'est surtout un moyen d'accumuler les acquisitions sans impact sur sa propre fiscalité, et éviter les frais de successions, par un démembrement de propriété et la transmission progressive de parts aux héritiers. Autrement dit, la SCI à l'IS est un outil qui pousse vers les acquisitions de type patrimoniales, avec aucun objectif de revente.

En définitive ces deux dispositifs permettent d'avoir une stratégie d'investissement beaucoup plus souple en termes de choix de localisation (donc de plus-value à long terme), de choix des locataires et de fixation de loyers (hors zones où le plafonnement des loyers est en vigueur). Les effets sont plus diffus car ils concernent aussi bien le parc ancien, que le parc neuf, en dehors des dispositifs type « PINEL ». Ils sont donc particulièrement adaptés à l'investissement en « zone tendue », au cœur des grandes métropoles françaises, dont le parc est le plus souvent ancien, ou la production neuve à un coût trop élevé pour pouvoir équilibrer une opération avec un dispositif de défiscalisation de type PINEL, ou autres aides publiques de type ANAH.

b. La pleine maîtrise de la stratégie d'investissement

La législation française offre ainsi un cadre complexe, mais favorable à l'investissement des particuliers, en nom propre ou via une SCI (ou SARL). Encore faut-il en saisir les rouages, et surtout suivre les fréquentes évolutions réglementaires (logement, banque, fiscalité).

Pour ce faire, ces investisseurs maîtrisent, ou se font conseiller pour maîtriser un certain nombre de points clés des politiques du logement (droit des baux d'habitation, voire commerciaux), des politiques fiscales, ou encore des réglementations bancaires. Cette variété, voire la complexité des dispositifs a ainsi favorisé l'essor des activités de conseil à l'investissement. Des conseillers juridiques, fiscaux, des experts en investissement, proposent en effet aux investisseurs particuliers d'optimiser leurs investissements, étendre le patrimoine tout en réduisant l'impact fiscal des loyers perçus, voire réduire leur imposition globale.

Des publications « commerciales » font état des différentes possibilités offertes par le droit et la fiscalité française sur les revenus fonciers. Ces ouvrages sont désormais complétés ou remplacés par une multitude de sites internet, de blogs, vidéos de conseillers plus ou moins professionnalisés, proposant sous forme payante ou gratuite d'accompagner les particuliers dans la construction de leur « carrière d'investisseur », en promettant parfois de faire d'eux des multipropriétaires, voire des rentiers à moyen terme. Cela en distillant des conseils sur

les meilleurs choix de localisation, les meilleurs produits et rendements ; les modes d'acquisitions les plus adaptés (en nom propre ou via une personne morale), les possibilités en matière d'optimisation fiscale etc...

Parmi les multiples dispositifs fiscaux existants, un certain nombre permettent donc aux particuliers d'optimiser leurs investissements immobiliers, avec une plus grande marge de manœuvre en termes de localisation et nature du produit (logement ou surface commerciale), de fiscalité sur les revenus fonciers et à la revente, de fixation des loyers.

Grâce à ces marges de manœuvres, la nature des biens visés peuvent être multiples, dans l'ancien comme dans le neuf : caves, parking, chambres de bonne, petites surfaces type T1/T2, grands appartements ou maisons à usage de colocation, immeubles de rapport...L'achat est directement corrélé à une stratégie en matière de « public-cible » : étudiants, jeunes actifs, expatriés, groupes dans le cadre de colocations...

L'essor des plateformes de location de courte durée a aussi ouvert une nouvelle voie aux investisseurs, dans de nombreuses villes du monde⁵². Pour ce qui concerne le cadre français, elles offrent à l'investisseur le double avantage de rendements bien plus élevés et l'évitement du bail meublé ou locatif classique, qui l'engage respectivement pour une à trois années.

Il existe d'une certaine manière autant de stratégies d'investissement que d'investisseurs. Mais ce sont naturellement les capacités financières de l'investisseur qui conditionnent sa stratégie, notamment en matière de localisation des biens acquis. La qualité de l'investissement réside alors dans le meilleur ratio localisation/rendement possible.

Ces logiques d'investissement peuvent être schématisées selon deux grandes catégories :

Tableau n°15 - Les deux logiques d'investissement locatif des particuliers

Type d'investissement	« Patrimonial »	« Rendement »
Objectif	Acquisition à forte valeur patrimoniale (localisation, architecture, histoire...) dans un but de conservation à long terme, voire de transmission	Acquisition guidée par la recherche de rendement, et l'exigence de générer du <i>cash-flow</i>
Stratégies de localisation	Cibler les meilleures localisations, y compris avec un rendement dégradé (cœur historique des métropoles, villes à fort attrait touristique ...)	Le rendement recherché détermine la stratégie de localisation (périphérie des métropoles, villes moyennes ...)
Type d'investisseurs et financement	Hauts revenus Recours partiel ou total aux fonds propres Recours à l'emprunt bancaire pour l'effet levier	Investisseurs qui sollicitent un financement bancaire à 100% ou 110% Stratégies d'accumulation d'opérations, qui nécessitent de dégager du <i>cash-flow</i> et constituer une trésorerie

⁵² Voir l'étude de l'APUR « Locations meublées de courte durée : quelle réponse publique ? Barcelone, Berlin, New-York, Paris », Note n° 128, Juin 2018

Cette manière de catégoriser les investissements est schématique, mais elle permet de dégager deux grandes logiques, accentuées par la hausse des prix depuis les années 2000, et ses conséquences sur les rendements locatifs. Ces derniers sont aujourd'hui très faibles dans une ville comme Paris, et dans une moindre mesure les communes de l'Ouest Parisien, les centres-villes de Nice, Lyon ou Bordeaux. La hausse des prix d'acquisition, décorrélée de la hausse des loyers depuis 2000, a des effets majeurs sur le type d'acteurs encore capable d'opérer dans ces espaces. Sont notamment écartés les investisseurs qui passent par un financement bancaire à 100% ou 110% (avec les frais de notaires et annexes), ou ceux qui empruntent à 20 ans ou moins. Le récent dispositif de plafonnement de loyers, mis en place à Lille ou Paris, s'il est respecté, risque d'accentuer ce phénomène d'éviction.

Selon ce schéma, les investisseurs avec une assise financière conséquente (hauts revenus salariés ou d'activité libérale), qui n'ont pas besoin de dégager de revenus fonciers pour vivre, et/ou peuvent absorber un déficit mensuel, pourront privilégier un investissement de type « patrimonial », en fonds propre, ou à crédit (pour l'effet levier). L'idée est de viser les plus belles localisations : pour la région Île-de-France, il s'agit des arrondissements centraux et de la Rive Gauche parisienne, voire quelques communes de la Petit-Couronne ouest.

Lorsqu'il est réalisé en fond propre, ce type d'investissement permet de placer une partie de son épargne dans de la pierre « physique », et ainsi maintenir une partie de ses actifs plus à l'abri des fluctuations des marchés financiers (à l'inverse des actions, assurances-vie et autres SCPI et OPCV)⁵³. C'est d'ailleurs une des raisons pour lesquelles certains investisseurs, les plus fortunés, ne prennent même pas la peine de louer le bien : porte fermée, et sans supporter le coût d'une gestion d'un locataire, le bien s'apprécie d'année en année, avec des rendements parfois supérieurs à d'autres produits d'investissement. Cette stratégie se comprend d'autant plus que depuis 2014, les dépôts bancaires sont garantis à hauteur de 100 000 euros en cas de défaillance d'une banque⁵⁴. Les détenteurs d'une épargne abondante voient ainsi dans l'immobilier un moyen de sortir leurs capitaux des banques et les sécuriser en cas de crise économique et financière majeure.

Lorsqu'il est financé à crédit, l'investissement permet de « prendre la vague » de la hausse des prix immobiliers, tout en faisant financer tout ou partie de l'investissement par les locataires sur la durée de vie du crédit. Certains investisseurs acceptent le cas échéant de prendre en charge le déficit mensuel d'un investissement, pour une « belle adresse ». Leur rationalité réside dans la courbe des prix de Paris et des encore plus de l'immobilier de prestige de la capitale, par rapport au reste du marché national : les prix montent plus fortement lorsque le marché est dynamique, et baisse moins rapidement, voire résiste assez bien, comme cela s'est passé pendant la crise de 2008⁵⁵. Et une fois le bien financé, c'est

⁵³ La pierre, refuge traditionnelle contre l'inflation, présente un certain nombre d'avantages, qui se sont révélés à différentes reprises depuis la décennie 2000. Notons la résistance des prix de quelques grandes villes comme Paris, Londres, ou New-York, pendant la crise de 2008. Cette capacité à résister aux grandes crises, plus importantes que d'autres actifs, financiers notamment, fait de cet immobilier de prestige une classe d'actif particulièrement prisée en période d'incertitudes économiques et financières.

⁵⁴ Nous faisons référence à la directive « DGSD2 » d'avril 2014 (2014/49/UE), transposée dans le droit français depuis 2015.

⁵⁵ Cette observation ne tient pas compte de la crise sanitaire de 2020, dont les effets structurels sur la demande et les prix ne sont pas encore connus.

l'assurance d'avoir un complément de revenu à l'âge de la retraite, avoir à disposition un pied-à-terre. C'est également pouvoir loger ses enfants ou leur transmettre des biens qui sont accessibles à un nombre de plus en plus réduit de personnes, surtout dans le cadre d'une compétition mondiale pour les plus belles localisations immobilières.

A l'opposé, certains investisseurs privilégient une approche « rendement ». Cette fois, la démarche est inversée : c'est en partant d'un taux de rendement minimal que l'investisseur définit une localisation et se met à la quête d'un bien. Ce type d'investisseur veut aller au-delà du simple équilibre de l'opération (le loyer couvrant le prêt et divers coûts mensuels, on parle alors de rendement net). L'idée est de dégager une rente de chaque investissement, et en accumulant quelques acquisitions de ce type, dégager un revenu. C'est le « rêve » de vivre de ses loyers, et donc de devenir rentier.

A la recherche de rendements nets importants, ces derniers voient donc leurs marges de manœuvres diminuées par la hausse des prix dans les grandes agglomérations françaises des dernières années. Si l'on raisonne à partir de l'IDF, ce type de rendements ne peut être obtenu pour une acquisition aux prix de 2020 qu'en grande couronne, et en particulier dans les villes populaires bien connectées par les transports aux bassins d'emplois : les prix d'acquisitions sont très inférieurs à ceux de Paris, et le niveau de demande locative très élevé. Les ménages modestes sont solvabilisés par les aides publiques au logement, et plus largement par diverses prestations sociales.

Par ailleurs, aux marges ou en dehors de la légalité, certains investisseurs dépassent largement les 10% de rendement, en passant par de la division pavillonnaire, en les louant de petits studios, sous-sols et garages, et en montant des colocations. Ce type d'investissement est directement corrélé à la question du mal-logement⁵⁶.

Enfin, soulignons que ces deux stratégies, patrimoniale et de rendement, ne sont pas hermétiques : la carte des prix immobiliers et la diversité des marchés infra-métropolitains permet encore des investissements combinant ces deux approches. Toujours en IDF, certaines communes des Hauts-de-Seine (comme Levallois, Puteaux, Issy-les-Moulineaux, Boulogne, Montrouge...) permettent (encore) de mêler qualité patrimoniale et possibilité d'équilibrer une opération⁵⁷. C'est cependant de moins en moins vrai : la courbe des prix érode aussi les rendements de ce type de localisations, notamment dans le neuf.

⁵⁶ Voir les alertes émises par la Fondation Abbé Pierre à ce sujet : <https://www.fondation-abbepierre.fr/actualites/mal-logement-alerte-sur-la-division-pavillonnaire>

⁵⁷ Un broker, spécialisé dans le secteur résidentiel, interrogé au sujet de ces conseils en matière de localisation, indiquait conseiller les Hauts-de-Seine, et en particulier les communes autour de la Défense à ses clients.

c. La banque et l'assurance : un cadre sécurisant l'acte d'investissement

Plusieurs entretiens menés auprès d'investisseurs particuliers, aux multiples acquisitions dans Paris et sa petite couronne, ont révélé la centralité de la question bancaire et de l'assurance de prêts dans leur prise de décision d'investir, et le contrôle des risques encourus.

Pour ce qui concerne la question du financement de leurs multiples opérations, tous soulignent un accès au crédit relativement aisé lorsque l'opération semble crédible du point de vue du prêteur. Dans son analyse du dossier de prêt, la banque fait le lien entre localisation du bien (risque limité de vacance locative), prix d'acquisition, et loyers escomptés. En zone tendue, donc en IDF, le risque de vacance est limité du point de vue du prêteur. Par ailleurs, la dynamique des prix depuis le début de la décennie 2000, plus encore à Paris et sa proche banlieue, rassure la banque et l'organisme de caution quant à la valeur de revente du bien en cas de défaillance.

Toutefois la banque retiendra le plus souvent entre 70 et 80% du loyer escompté dans son calcul des revenus globaux de l'investisseur, pour tenir compte des périodes de vacances entre deux locations, et rapportera cette somme aux revenus des particuliers ou de la SCI, pour calculer l'endettement. Ainsi, lorsqu'un bien est financé et loué, il disparaît pour grande partie de l'endettement de l'investisseur, et le financement d'un nouveau bien est dès lors possible. C'est ainsi que des investisseurs peuvent financer plusieurs biens simultanément, pour des montants très supérieurs à leurs revenus mensuels (tirés de leur activité professionnelle).

Notons aussi que les banques peuvent financer, en fonction du contexte, des opérations jusqu'à 110%, c'est à dire qu'elles peuvent couvrir les frais de notaires, voire quelques frais annexes. Autrement dit, un investisseur peut acquérir et mettre un bien sur le marché sans y mettre de fonds personnels.

C'est ici un point fondamental pour comprendre les prises de risques des « multi-investisseurs ». Une des personnes interrogées soulignait dès lors que, ne mettant pas d'argent personnel dans ses opérations, et acceptant d'hypothéquer son bien, il ne voyait pas de risque à avoir un endettement personnel supérieur à 2,5 millions d'euros, réparti sur plusieurs biens locatifs : « je n'ai pas mis d'argent de ma poche. Les biens prennent de la valeur. Et si les choses tournent mal, qu'ils saisissent le bien ! Je n'aurais rien perdu d'une certaine manière »⁵⁸.

Dans la même idée, tous les investisseurs interrogés ont souligné les garanties fournies par les assurances de prêt, obligatoires pour l'acceptation définitive du financement : lorsque l'investisseur opte pour une couverture à « 100% », alors sa dette devient une assurance vie, en cas de décès ou d'invalidité, selon les options retenues (invalidité totale ou partielle). Cerise sur le gâteau : ces coûts d'assurances sont déductibles dans bien des cas, notamment dans le cadre des dispositifs LMNP et des SCI, à l'IR comme à l'IS. Par conséquent, le décès de l'investisseur ne met pas en danger les héritiers désignés, au

⁵⁸ Entretien réalisé en janvier 2018

contraire : les biens assurés sont intégralement payés par l'assureur. Les loyers encaissés deviennent alors une rente, ou le bien peut être vendu.

Ainsi, les pratiques des banques, la confiance donnée aux investisseurs lorsqu'ils présentent des opérations équilibrées, conjuguées à la protection des assurances de prêts, fournissent un cadre très sécurisant, donc incitatif du point de vue de l'investisseur. L'ultime forme de protection étant le très haut de niveau de demande locative dans une région comme l'île de France, et plus encore à Paris et en Petit-Couronne. Cet équilibre est beaucoup moins vrai en zone détendue, où le risque de dépréciation du bien et de vacance locative rendent les banques beaucoup plus frileuses, surtout vis-à-vis des « multi-investisseurs ».

Conclusion :

Ce panorama français de l'investissement dans le résidentiel met en lumière une multitude d'acteurs, dont l'activité et les marges de manœuvre sont directement liées à des politiques publiques, inscrites dans des champs à la fois divers et enchevêtrés : logement, fiscalité des particuliers et des entreprises ; réglementations bancaires et financières ; et plus indirectement les aides sociales.

Fortement gouverné, le secteur est encore aujourd'hui largement dominé par les particuliers, à la faveur d'un ensemble de dispositifs connus (PTZ, PINEL...) et moins connus. Les bailleurs sociaux jouent toujours un rôle central dans l'investissement locatif, en dépit d'un contexte financier plus contraint.

En cela la crise de 2008 n'a pas constitué de tournant dans le modèle français.

L'ensemble de ces aides oriente les investissements, et façonne la production de logements du parc social, privé, ou intermédiaire. S'agissant du parc social, ces aides participent à la diversification de l'offre, en matière de plafonds de loyers et de revenus des locataires. Concernant le parc privé, elles ont des conséquences sur les formes et la localisation d'une part importante de la production neuve, sous des formes différentes (le pavillonnaire, résidences services, ou encore la géographie particulière des Pinel et autres dispositifs similaires).

Enfin, la manière dont peuvent opérer les acteurs bancaires et financiers sont déterminés par divers niveaux de régulation : comité de Bâle, B.C.E, Banque de France, H.C.S.F, A.MF...

Pour le moment, le mouvement de financiarisation évoqué ici s'inscrit dans une dynamique globale de l'investissement qui conserve les grands équilibres statistiques, et maintient les institutionnels à la marge de l'investissement locatif. Plus que le concept de la financiarisation, c'est le financement de l'immobilier résidentiel, ses règles, ses circuits, ses pratiques, qui explique les caractéristiques et les spécificités du système français en matière d'investissement locatif.

Un ensemble d'éléments pointés dans ce papier indique cependant des changements de l'investissement résidentiel tel qu'il se pratique en France, dont l'ampleur dépendra des choix gouvernementaux à venir.

Trois observations sur les évolutions en cours et leur cohérence

D'abord la question du « retour » des investisseurs institutionnels a partiellement trouvé une réponse. Les raisons de l'intérêt renouvelé pour les actifs résidentiels sont largement caractérisées. Reste à ce qu'un certain nombre de conditions soient réunies pour mettre des produits immobiliers et des véhicules financiers en face de cette volonté de retour.

Ensuite, la gouvernance des bailleurs sociaux a évolué, et la loi Élan a ouvert la voie à une vaste réorganisation du secteur. D'abord via le regroupement des acteurs et l'absorption probable de nombreux bailleurs « modestes » dans des ensembles plus vastes, via les S.A.C notamment. Ensuite en rendant possible les prises de participation comme voie complémentaire de financement.

Ce double mouvement met donc potentiellement en lien deux sphères aux atouts et limites complémentaires : d'un côté des O.L.S qui disposent des actifs et des capacités à gérer ces actifs mais voient leurs marges de manœuvre financières se réduire pour rénover et étendre ce parc ; de l'autre des investisseurs qui ont les capitaux, mais ne trouvent pas suffisamment de débouchés sur le marché et trouvent un intérêt à ce type d'intermédiation. L'expérience du logement intermédiaire prouve que des investisseurs peuvent trouver un intérêt à s'inscrire dans des schémas construits par de grands bailleurs sociaux. Reste à savoir si la recette est transposable au logement social en lui-même, et qui dans le monde des bailleurs sociaux emprunterait cette voie.

Dernier point et non des moindres : d'importantes incitations à destination des particuliers sont discutées, voire remises en cause depuis 2017 ; comme le P.T.Z en zones détendues ou l'A.P. L Accession. Le Pinel a été prolongé, non sans débats. L'instauration de l'I.F. I ou la réforme du L.M.P semblent indiquer une réduction du soutien aux investisseurs particuliers qui accumulent les opérations.

Combinées, ces trois observations semblent alors donner une indication pour les années à venir : une évolution du financement des politiques publiques du logement en France, pour plus de fonds collectés et gérés par les investisseurs institutionnels et/ou levés sur les marchés financiers ; et moins d'aides directes et indirectes aux bailleurs, en l'occurrence les OLS et les particuliers. Soit un redimensionnement de la contribution de l'État au logement, dans des proportions à mesurer ultérieurement.

Les conséquences de la crise sanitaire de 2020 sur les finances publiques pourraient d'ailleurs servir d'accélérateur à cette tendance.

Bibliographie

AALBERS, M. B. (2017) The Variegated Financialization of Housing, *International Journal of Urban and Regional Research*, 41(4), pp. 542–554

Aveline-Dubach N. (2022) The financialization of rental housing in Tokyo, *Land Use Policy*, Eslevier, In press. halshs-02440007

BELOTTI E., ARBACI S. (2021), "From right to good, and to asset: The state-led financialisation of the social rented housing in Italy", *Politics and Space*, Vol.39 (2), 414-433

BERGERAND M., L'éternel retour du « parc social de fait », *Métropolitiques*, novembre 2020

BIGORGNE M., LE CORRE T.(2020), « Une tentative de financiarisation du logement en France Le Fonds de logement intermédiaire de la CDC », *Métropolitiques*, dossier « Les villes à l'ère de la financiarisation ».

Brill, F., Durrant, D. (2021) The emergence of a Build to Rent model: The role of narratives and discourses, *Environment and Planning A: Economy and Space*, 53(5), p. 1140–1157.

CHAUDET B., MADORE F. (2017), « Intégration spatiale des résidences avec services seniors en France : stratégies d'implantation et de diffusion, dans *L'espace Géographique*, 2017/1 (Tome 46), Pages 41 à 60

COLOOS B., Logement social : le financement en question, *Politiquedulogement.com*, Janvier 2020

DESJARDINS X. (2013), *Politiques du logement et territoires. Acquis et perspectives pour la recherche*, Rapport de recherche, PUCA

DRIANT J.C, « Les mutations en sourdine du financement du logement social », *Regards croisés sur l'économie*, vol.1 n°9, 2011

DRIANT J.C. (2015). *Les politiques du logement en France. Études de la documentation française*.

FERNANDEZ R., AALBERS M.B. 2016. « Financialization and Housing: Between Globalization and Varieties of Capitalism ». *Competition & Change* 20 (2) : 71-88.

FOSSE I., Le point de vue des investisseurs institutionnels sur les marchés du logement européens, *Politiquedulogement.com*, février 2022

GIMAT M., HALBERT L., « Le logement social contraint à la rentabilité », *Métropolitiques*, Juillet 2018

HALBERT L. (2018), « Infrastructures financières et production urbaine : quatre circuits de financement de l'immobilier locatif en France métropolitaine », « *Espaces et sociétés* »

INSEE (2021), « 24% des ménages détiennent 68% des logements possédés par des particuliers ».

LE CORRE T. (2019), *Paris à tous prix. Analyse des inégalités par une géographie de l'investissement sur le marché immobilier résidentiel en Île-de-France*. Géographie. Université Paris 1 - Panthéon Sorbonne

LEPLAIDEUR J., LE GOFF W., Le changement d'état du logement social, *Esprit* n°477, Septembre 2021

LIZIERI, C., PAIN, K. (2015) International office investment networks and capital flows in the financialization of city space, Presented at the Annual meeting of the Association of American Geographers, (Chicago, MI).

LE GOIX R., Casanova Enault, L., Bonneval, L., Le Corre, T., Benites-Gambirazio, E., Boulay, G., Kutz, W., Aveline-Dubach, N., Migozzi, J., & Ysebaert, R. (2021) Housing (In)Equity and the Spatial Dynamics of Homeownership in France: A Research Agenda, *Tijdschrift Voor Economische En Sociale Geografie*, 112(1), pp. 62–80.

Michel H. (2000), Propriété. In : propriétaires : politiques publiques et groupes d'intérêt dans le secteur immobilier en France. Thèse de l'EHESS, Paris.

NAPPI-CHOULET, I. (2011). La financiarisation des quartiers d'affaires : l'exemple de « Cœur Défense ». *Esprit*, pp. 30-43.

NAPPI-CHOULET I. (2012). « Le logement, laissé-pour-compte de la financiarisation de l'immobilier ». *Esprit* Janvier (1): 84-95.

NAPPI-CHOULET, I. (2013). La financiarisation du marché immobilier français : de la crise des années 1990 à la crise des subprimes de 2008. *Revue d'Économie Financière*, (110), pp. 189-206.

POLLARD J. (2010), « Soutenir le marché : les nouveaux instruments de la politique du logement », *Sociologie du travail* Vol. 52 n°3, Juillet-Septembre

TROUILLARD E. (2014), « L'ancrage territorial des « résidences avec services » privées en I.D.F : Une géographie d'actifs immobiliers financiarisés ? In : *L'espace géographique*, january 2014

VIVES-MIRO S. ((2018) New rent seeking strategies in housing in Spain after the bubble burst, *European Planning Studies*, 26:10, 1920-1938

WIJBURG G., AALBERS M. B. (2017) The alternative financialization of the German housing market. *Housing Studies* 22: in press.

WIJBURG G. (2019) Privatised Keynesianism and the state-enhanced diversification of credit: the case of the French housing market, *International Journal of Housing Policy*, 19(2), pp. 143–164.

VERGRIETTE P. (2013)., « La ville fiscalisée : politiques d'aides à l'investissement locatif, nouvelle filière de production du logement et recomposition de l'action publique locale en France », Thèse de doctorat, Université Paris Est, 2013

Liste des tableaux

- Tableau n° 1 - Répartition des aides aux logements à destination de résidence principale (2018)
- Tableau n°2 - Les catégories de prêts de « l'inventaire SRU »
- Tableau n°3 - Le plafond de loyers des prêts PLI, en fonction du zonage
- Tableau n° 4 - Plafond de ressources PLSA (2020)
- Tableau n°5 - Les outils de défiscalisation mêlant approche territoriale et plafonnement des loyers du parc privé
- Tableau n° 6 - Le parc résidentiel français, selon le statut d'occupation en 2018 (France métropolitaine)
- Tableau n°7 - Évolution du poids des différentes catégories de bailleurs français au parc locatif
- Tableau n°8 - Contribution des bailleurs privés « personnes morales » au logement français
- Tableau n°9 - Le financement bancaire de l'investissement résidentiel en France
- Tableau n°10 : Les différentes catégories de prêts accordés aux particuliers (moyenne entre 2001 et 2017)
- Tableau n° 11 - Nombre d'opérations immobilières financées (en milliers d'unités) ente 2012 et 2017
- Tableau n° 12 - Les sources de financement non bancaire de l'immobilier
- Tableau n°13 - Les intermédiaires en gestion immobilière
- Tableau n°14 - Caractéristiques des dispositifs « LMNP » et des Société Civiles Immobilières
- Tableau n°15 - Les deux logiques d'investissement locatif des particuliers

Liste des graphiques

- Graphique°1: Evolution des aides au logement depuis 2014
- Graphique n°2: Destinataires des aides à l'investissement (à usage de résidence principale)
- Graphique n°3 - Évolution du parc de logement français (1985 à 2018)
- Graphique n°4: Évolution des dépenses d'investissement dans le logement en France
- Graphique n°5: Les acquisitions de logement et les travaux par filière (2018)
- Graphique n°6: Contributions à l'investissement dans le logement (acquisitions et travaux)
- Graphique n°7 Crédits accordés aux particuliers (consommation et habitat, encours, depuis 1993)
- Graphique n°8: Taux de croissance des crédits à l'habitat des ménages et évolution des taux d'emprunts bancaires depuis 1993
- Graphique n°9: Durée moyenne des crédits immobiliers (hors rachats et renégociations aux particuliers)